



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Företags kommunikativa tonläge och kapitalbehov

- *En lingvistisk analys*

Författare:
Simon Olsson
Josef Charif

Handledare:
Niuosha Samani

Kandidatuppsats inom företagsekonomi

Redovisning
Vårterminen 2019

Förord

Att skriva en kandidatuppsats har varit en mycket utmanande men också givande uppgift. Känslor av motivation och målmedvetenhet har varvats med stunder av hopplöshet och förtvivlan. Nu när vi i efterhand ser på vår färdiga uppsats är vi stolta över vad vi har åstadkommit, samtidigt som vi är tacksamma för den kunskap vi erhållit på vägen.

Vi vill tacka vår handledare Niuosha Samani för det stöd hon har gett oss under processens gång. Hon har sedan början trott på vår idé och väglett oss när vi behövt det som mest.

Samtidigt vill vi passa på att tacka varandra för den tid och det arbete som vi helhjärtat behövt lägga ner för att gå i mål med uppgiften.

Tack,

Göteborg 2019-05-31

Simon Olsson

Josef Charif

Sammanfattning

I vissa företag kan det av olika anledningar finnas ett behov av ett extra kapitaltillskott. Negativa resultat, låg soliditet eller förvärvs- och investeringsplaner är några av dessa anledningar. Anskaffandet av kapital kan ske genom olika metoder. Företaget kan uppta lån, avyttra tillgångar, göra egna insättningar eller tillämpa nyemissioner. Valet mellan dessa metoder motiveras av olika faktorer, men främst på hur företaget väljer att organisera sin kapitalstruktur. Denna studie riktar sig mot de företag som valt att tillämpa finansieringsmetoden som kallas nyemission. En nyemission sker när företag emitterar nya aktier, för att sedan ge ut dessa till försäljning till befintliga eller nya ägare. Vid försäljningen av de nyemitterade aktierna erhåller företaget det nya efterfrågade kapitalet. När företag tar beslutet om att tillämpa en nyemission måste de också kommunicera beslutet via pressmeddelanden till de nuvarande och potentiella nya ägarna. De externa parter som skulle kunna tänka sig att ta del av nyemissionen och investera i företaget tar ställning till teckningserbjudandet via de signaler som företaget sänder ut. Denna studie har därför fokuserat på att ta reda på om det föreligger någon skillnad i tonläge på texten i de pressmeddelanden företag lämnar, beroende på om de har tillämpat nyemissioner eller inte. Resultatet visade att det inte förelåg några större skillnader i tonläget på pressmeddelanden mellan de företag som tillämpat nyemissioner och de företag som inte gjort det. Vad som däremot framgick var att företag som ämnat att göra nyemissioner, tenderar att låta positivare i deras pressmeddelanden om de verkligen behövde göra en lyckad nyemission. Man kan alltså säga att desto mer kapitalbehov det föreligger i ett företag som ämnar att göra nyemissioner, desto positivare bild försöker företaget skapa av sig själva i deras kommunikation med kapitalmarknaden.

Nyckelord: Nyemissioner, tonläge, pressmeddelanden, informationsasymmetri, finansiering

Abstract

There are various reasons for companies to be in need of an additional capital injection. A negative result, a low equity ratio or plans to invest and expand are just some of these reasons. The acquisition of the newly demanded capital can be done using various methods. The Company may raise loans, sell their assets, make own deposits or issue new equities. The choice between these methods depends on various reasons, and especially on how the company has chosen to organize its capital structure. This study aims to study those companies which chose to apply the method which involves the issuing of new equity. An equity issuance occurs when companies fabricates new shares in addition to the existing ones, and then issue the new stocks for sale to the existing or prospecting investors. At the sale of the newly issued shares, the company receives the new and often highly demanded capital. When the company board makes the decision to apply a new share issuance, they must also notify the decision via official press releases to the market. The external parties who might consider investing in the company, takes their stand on the offer through the signals that the company sends out. This study has therefore focused on finding out if there is any difference in tone on the text of the press releases companies sends out, depending on whether they have intentions on issuing new shares or if they fix their funding in other ways. It was found that there were no significant differences in the tone of press releases between the group of companies that did issue new shares and those companies that did not. However, what emerged from the results was that amongst those companies which did issue new shares, the companies who needed it the most tended to be more positive in their press releases. It can thus be said that the higher the demand for new capital in a company that has intended to issue new shares is, the more optimistic the company tries to emphasize itself in their communication to the market.

Keywords: Equity Issuance, tone, press releases, information asymmetry, financing

Innehåll

Inledning	1
Bakgrund	1
Problemdiskussion	2
Frågeställning.....	3
Syfte	3
Avgränsning.....	3
Disposition	4
Referensram	5
Tidigare forskning	5
Påverkas investerare av tonläget på pressmeddelanden?	5
Emissioner	5
Teorier	6
Pecking order theory.....	6
Informationsasymmetri	6
Effektiv marknadsteori.....	6
Agent-principalteorin	7
Signalteorin	7
Hypotesutveckling.....	8
Metod	9
Val av metod	9
Datainsamling	9
DICTION 7	10
Urval och bortfall	11
Urval	11
Bortfall	11
Statistisk analys	12
Statistiska modeller.....	13
Reliabilitet	13
Validitet.....	13
Resultat	14
Hypotestester	15
Diskussion	21
Studiens statistiska resultat	21
Informationsasymmetri	21

Optimism.....	22
Activity	22
Avkastning på eget kapital och tonläget.....	22
Kapitalstrukturen	23
Kritisk diskussion.....	23
Tidigare forskning	24
Slutsats.....	26
Förslag på vidare forskning	26
Referenslista.....	28
Bilaga 1.....	30
.....	30
Bilaga 2.....	31

Inledning

I inledningskapitlet kommer följande delar ingå: Bakgrund, problemdiskussion, syfte, frågeställning och avgränsning. Vi kommer här att presentera bakgrunden till ämnet som kommer att studeras, samt motivera varför ämnet är intressant att studera följt av en frågeställning som ska söka besvaras i studien.

Bakgrund

Informationsasymmetri är ett omtalat ämne vars problematik har lyfts fram i åtskilliga forskningsstudier genom åren. Klassisk marknadsteori bortser inte sällan från informationsasymmetris betydelse, vilket gör fenomenet särskilt intressant att studera. Inom företagsekonomi menar man att begreppet informationsasymmetri föreligger då aktieägare och företagsledning besitter olika mycket information om redan existerande- eller eventuella framtida beslut och avtal. Företagsledningen som innehåller mest information gällande ämnet har även makten att till viss del styra över omfattningen av informationsasymmetrin för egen vinning. Makten ter sig självklar då företagsledningen kan välja vilken information som ska delges och inte till aktieägarna samt hur informationen ska presenteras.

Informationsasymmetris problematik har klassiskt kunnat brytas ned i två olika grenar; *moral hazard* och *adverse selection*. Moral hazard är ett uttryck använt främst inom nationalekonomin för att beskriva den situation som uppkommer då en av de parter som ingått i ett avtal agerar på ett omoraliskt sätt på grund av att parten inte bär någon risk kopplad till det omoraliska handlandet. Exempelvis är en försäkringstagare mer riskvillig och mindre varsam om vart sin cykel parkeras om den är stöldförsäkrad jämfört med om den hade varit oförsäkrad. Ett annat exempel är om företagsledningen (agenten) agerar utifrån eget intresse istället för ägarnas med ägarnas insatta kapital. Adverse selection beskriver den situation som uppstår då marknaden för vissa varor och tjänster blir utsatt för så kallat snedvridet urval (därför *adverse selection*) då köpare inte tillhandahåller full information. Som resultat blir de utsatta varorna och tjänsterna av aggregerad sämre kvalitet samtidigt som marknaden blir mindre än vad den borde varit. Akerlow (1970) beskriver problemet enligt det klassiska "good cars and lemons"-fenomenet där en köpare aldrig vet om en begagnad bil är ett dåligt exemplar (lemon) eller bra exemplar, vilket kommer leda till att de bästa begagnade bilarna inte säljs och de dåliga blir för dyra.

Händelser, beteenden och uppträdanden på kapitalmarknaden har av välrenommerade forskare sökt förklaras av informationsasymmetri förekomst. Lang och Lundholm (2000) studerade informationsasymmetris förändring och betydelse före och efter annonsering om nyemissioner av företag. Det visade sig att företag tenderar att minska informationsasymmetrin inom sex månader från kungörandet av nyemissionen genom att öka frekvensen på antalet pressmeddelanden. Incitamentet för detta antydde vara att ha ökat aktiekursen inför nyemissionen för att på så vis göra nyemissionen mer lönsam. Samtidigt så ger Lang och Lundholms studie (2000) ett resultat som kan tyckas inte är så överraskande. Kommunikationen är viktigare desto mer beroende företaget är av sin omvärld (Jacobsson & Thorsvik, 2015).

Nyemissioner är en metod för aktiebolag att anskaffa nytt kapital på. Det nya kapitalet kan behövas för att finansiera en investering, ett förvärv eller till att betala skulder och i värsta fall undvika en konkurs. En nyemission sker genom att företag emitterar och erbjuder nya aktier till försäljning till redan befintliga och/ eller nya ägare. De nya aktierna säljs sedan företrädesvis till ett lägre pris än vad kursen vid kungörelsen om nyemissionen står i. Företag är beroende av att potentiella investerare har en framtidstro på företaget för att det ska

föreligga incitament att köpa in sig på de nyemitterade aktierna. Enligt Lucas och McDonald (1990) leder annonserandet av en framtida nyemission i de flesta fall till att aktiekursen påverkas negativt. Jacobsson och Thorsvik (2015) menar att företag med ett bra anseende lättare attraherar externt kapital. Således vore det inte orimligt att företag som använder sig av nyemissioner sammantaget har en positivare ton i sina pressmeddelanden jämfört med företag som inte gör nyemissioner för att motverka den negativa effekten som nyemissioner kan ge upphov till bland aktieägare.

Enligt Myers's (1984) "the pecking order theory" är nyemissioner företags sista alternativ till att finansiera sin verksamhet eftersom det innebär större finansiell kostnad jämfört med banklån eller intern finansiering. Utifrån Myers syn ter det sig även här logiskt för företag att använda sig av en positivare ton i pressmeddelanden för att motverka negativiteten nyemissioner frambringar. Baker och Wurgler (2002) ser lite annorlunda på företags skapande av dess kapitalstruktur. Baker och Wurgler (2002) visar att företag tidsmässigt anpassar sitt anskaffande av likvida medel beroende på relationen mellan marknadsvärdet på företaget och företagets bokförda värde. Om aktiekursen är högt värderad i relation till det bokförda värdet emitterar företag hellre nya aktier. Vise versa belånar sig företag istället om aktiekursen står lågt. Detta fenomen kallas för "The market timing theory of capital structure" (Baker & Wurgler, 2002). Man kan dock anta att alla företag inte har möjlighet att strikt efterfölja Baker och Wurgler's teori. Företag med en redan befintligt hög skuldsättningsgrad kan ha svårt att ta nya lån till för dem acceptabla räntor. Vid behov av likvida medel kan därför nyemissioner vara enda lösningen för att kunna fortsätta driva företagets operativa verksamhet utan att behöva avyttra vitala tillgångar. Frågan som då uppkommer är om företagen själva kan påverka relationen mellan marknadsvärdet och företagets bokförda värde, för att göra en nödvändig nyemission med bättre resultat.

Misstanken som väcks är alltså om företag som använder sig av nyemissioner strategiskt väljer att styra tonen på deras pressmeddelanden för att driva upp det marknadsmässiga värdet på företaget genom att försöka höja företagets anseende. Om detta är fallet, baseras nyemissionen på en högre aktiekurs, och ger (förutsatt full täckningsgrad i bägge fallen) mer likvida medel till företaget.

I praktiken är det företagsledningen som bär liten risk och har relativt stor handlingsfrihet att styra över aktieägarnas insatta kapital och har även ett informationsövertag vilket leder till att företagsledningen har möjlighet att agera omoraliskt. Manipulation av nyhetsflödet i syfte att attrahera mer externt kapital skulle kunna vara ett ytterligare exempel vilket bäst skulle kunna beskrivas med termen moral hazard. En nyemission från ett företag där den bakomliggande orsaken inte framgår tydligt exemplifierar adverse selection, eftersom potentiella kunder inte alltid vet om det är en bra investering eller nödlösning för ett djupare problem i företaget.

Problemdiskussion

Digitaliseringens framfart har gjort att stora mängder information snabbare än någonsin når ut till världens alla hörn. Trots detta föreligger det fortfarande informationsasymmetri mellan aktieägare och företag. Företag är via deras utgivningar av årsredovisningar och pressmeddelanden inte sällan intressenters enda källa till kvalitativ förstahandsinformation. Således har företagsledningen krav på sig att informationen som de avslöjar för aktieägare är högkvalitativ; det vill säga att informationen ska vara neutral, väsentlig, återgiven på ett korrekt sätt, tidsrelevant samt fri från fel (Marton & Lundqvist, 2018).

Förekomsten av informationsasymmetri mellan företagsledare och kapitalmarknaden är ett välkänt fenomen. Ofullständig eller felaktig information från företag till marknaden ger intressenter mindre- eller direkt felaktiga beslutsunderlag. Lagar och regler har därför införts med syfte att begränsa den rådande informationsasymmetrin mellan företag och dess intressenter. För svenska noterade företag ämnar bland annat IFRS, ÅRL och

kapitalmarknadens självreglering till att till viss del minska informationsasymmetrin. Trots detta förekommer det i dagsläget fortfarande omfattande problem där skandaler och rättsfall inte sällan uppdagas, vilket talar för att de åtgärder, lagar och regelverk som införts inte är tillräckliga för att eliminera informationsasymmetriens problematik. Tidigare forskning har konstaterat att det finns incitament för företagsledare att utnyttja denna informationsasymmetri för olika ändamål (Lang & Lundholm, 2000). Insiderbrott, kursmanipulation och andra regelbrott är olika problem som inte varit möjliga om all beslutsavgörande information fanns tillgänglig för alla direkt när den blev känd.

Denna studien syftar till att närmare studera informationsasymmetri med avseende på tonläget mellan företag och kapitalmarknaden. Tidigare forskning visar att det finns strategiska incitament för företag att selektivt utge informationen för att haussa aktiekursen och på så vis höja företagsvärdet och dess lönsamhet (Lang och Lundholm, 2000). Henry (2008) skrev om hur företagsledningarna använder sig av tonläget i sitt informationsflöde för att undersöka dess inverkan på aktieägare och aktiekursen. Vår studie kommer istället bland annat undersöka om det finns någon skillnad av tonläget i pressmeddelanden från företag som gör nyemissioner jämfört med de företag som inte genomför det. Till skillnad från Lang och Lundholms (2000) liknande undersökning på företag noterade på Nasdaq USA, kommer denna studie undersöka företag noterade på Nasdaq Stockholms handelsplattform First North, och fokusera på tonen av företagets kommunikation med hjälp av ordanalys-programmet DICTION 7. Studien syftar alltså till att studera om företagsledningarna försöker höja företagets anseende genom att använda sig av informationsasymmetrin som ett verktyg och som en möjlighet till att signalera förtroende och optimism när det föreligger ett behov av kapital från marknaden.

Frågeställning

- Frågeställningen som studien ämnar besvara är: *Förändras tonläget på företags kommunikation till marknaden om det föreligger ett behov av externt kapitaltillskott?*

Syfte

Uppsatsen syftar till att studera nyemissioners inverkan på svenska företagsledningars tonläge i deras pressmeddelanden, samt analysera om tonläget är beroende av vissa finansiella nyckeltal.

Avgränsning

Studien avgränsar sig till att enbart studera och undersöka svenska företag noterade på Nasdaq Stockholms First North. Studien genomförs genom att jämföra samtliga företag som tillämpat nyemissioner 2018, vilka jämförs mot de företag som inte tillämpat nyemissioner under perioden 2015–2019.

Disposition

Uppsatsens vidare disposition är organiserad enligt följande:

Referensram - Referensramen innehåller fundamentet för uppsatsen. Där presenteras tidigare forskning på området, om informationsasymmetri och textanalytiska studier, samtidigt som ett antal relevanta och vedertagna företagsekonomiska teorier förklaras. Avsnittet utmynnar sedan i en hypotesutveckling. Här formas tre hypoteser som tillsammans ska besvara studiens frågeställning.



Metod - Metod- delen förklarar vilken metod som användes för att besvara studiens frågeställning. Vilka verktyg som tillämpades, vilka ramar som studien förhöll sig till samt motiv och förklaring till de variabler som användes framhålls här. Avsnittet lägger mycket fokus på förklaring av tillvägagångssättet för empiriinsamlingen eftersom detta skedde genom ett flertal manuella steg, vilka annars möjligen skulle vara komplicerade att upprepa om ingen detaljerad beskrivning utgivits. Även en metoddiskussion presenteras här, vilken framhåller de hinder vi stött på och saker vi kunde hanterat på ett annorlunda sätt.



Resultat - Resultatavsnittet presenterar och kommenterar de resultat som studien kommit fram till. Resultatdelen inleds med en presentation av ett antal övergripande statistiska jämförelsetal mellan grupperna som undersökts för att ge läsaren en bild av den skillnaden som föreligger. Sedan presenteras de konkreta resultat som framkommit av de statistiska tester som gjorts för att besvara respektive av de tre hypoteserna som härstammar från referensramsavsnittet.



Diskussion - I diskussionsavsnittet analyseras och diskuteras resultaten från resultatavsnittet. Vilka resultat som var väntade, vilka resultat som var oväntade och vilka slutsatser som kan dras presenteras här. Även en del spekulationer förekommer i detta avsnitt när vissa resultat sökt förklaras. Resultaten ställs också upp och jämförs för att se vad som går i linje med och vad som skiljer sig från tidigare forskning och teorier.



Slutsats - I slutsatsen presenteras de resultat som studien kommit fram till i sammanfattad form. Här finns också förslag på relevant vidare forskning.

Referensram

I följande avsnitt kommer tidigare forskning och vedertagna teorier mynna ut i hypotesutvecklingen som ligger till grund för studien.

Tidigare forskning

Påverkas investerare av tonläget på pressmeddelanden?

I en studie av Henry (2008) analyserades hypotesen om huruvida företagets ton samt stilistiska attribut i pressmeddelanden hade en inverkan på investerare. I studien granskades pressmeddelanden mellan år 1998 till 2002 från sammanlagt 1366 stycken olika företag inom data- och telekomindustrin. Henry var den första med att göra den här typ av studier. För att mäta tonen på pressmeddelanden användes ett datorbaserat program som summerade antal positiva och negativa ord i pressmeddelanden. Som mall utgick Henry från två listor där samtliga positiva och negativa ord var fördefinierade. Henrys resultat påvisade att företagsledningar faktiskt kan påverka aktieägare genom att uttrycka sig mer positivt. Mer specifikt fann Henry att desto positivare en nyhet är, ju högre avkastning erhålls upp till en viss gräns. Henrys resultat visade också att längre pressmeddelanden har en negativ påverkan på avkastningen som genereras från nyheten. Slutligen kunde det även konstateras att desto fler siffror ett pressmeddelande innehöll, ju sämre blev avkastningen.

Loughran och McDonald (2011) studie kan ses som en kritik mot Henrys och annan forskning som bedrivits på samma metodik. Loughran och McDonald var kritiska till de fördefinierade mallarna som innehöll negativa och positiva ord. De menade att ord kan ha olika betydelse beroende på i vilket sammanhang de hänförs i och ansåg att ord i sig inte ska definieras som negativa, utan att det snarare är kontexten de är placerade i som avgör tonen på orden. Henry fann att tre fjärdedelar av orden som klassificerats som negativa i datorprogrammet DICTION inte ansågs som negativa när man kontrollerade för den finansiella kontexten genom att hänföra de i 10-K-rapporter som är en typ av ekonomiska pressmeddelanden. En annan brist som forskarna påvisade med forskningsmetodiken var att att positiva ord i stor utsträckning används i negativa antydningar. Exempelvis av meningen "bidrog inte till önskade resultat", blir summan positiva ord missvisande. Negativa ord används inte på liknande sätt och således påverkas de inte av detta.

Emissioner

Företag som söker att öka sitt aktiekapital kan antingen göra detta via en fondemission eller en nyemission. En fondemission är enbart en bokföringsmässig transaktion, så den kommer inte att behandlas i denna studie. En nyemission å andra sidan, syftar till att attrahera nytt externt kapital till bolaget. Motivet till att företag genomför nyemissioner är alltså att det av olika anledningar uppstått behov av nytt kapital.

Lang och Lundholm (2000) genomförde en studie på små företag noterade på Nasdaq New York. De fann att företags utskick av pressmeddelanden ökade kraftigt sex månader innan kungörelsen av nyemissioner, och att det i synnerhet var information som företaget hade mest makt och egen-insikt över som ökade, så kallad "insiderinformation". Lang och Lundholm drog slutsatsen att företag tenderade att minska informationsasymmetrin inför nyemissioner. De kunde även påvisa att företag som hade en konstant nyhetsflödesfrekvens under året fick ett mycket mindre kursfall vid kungörandet av nyemissionen i jämförelse med företag som ökat antalet nyheter 6 månader innan nyemissioner. Lang och Lundholm antyder att det större kursfallet beror på att marknaden korregerar för aktiekurser som manipulerats genom att öka

nyhetsflödet utan att bidra med konkret information. Slutligen påvisade Lang och Lundholm i likhet med Henry (2008) att företag som har en positivare ton i pressmeddelanden i genomsnitt erhållit en högre avkastning samt att det vid kungörelsen av nyemissionen sker ett aktiekursfall.

Litzenberger och Barclay (1988) studerade i sin studie företag i New York eller amerikanska börsen mellan åren 1981 och 1983 och kunde fastställa att i genomsnitt minskade aktiekursen med i genomsnitt -1,3%enheter inom loppet av 15 minuter efter kungörelsen av en nyemission. Nyemissioner har alltså sedan aktiemarknadens begynnelse tolkats som något negativt och är inte något nytt fenomen.

Teorier

Pecking order theory

Myers (1984) utvecklade en teori som skulle förklara företags val av finansiering och kapitalstruktur. Teorin kallas "The Pecking order theory" (Myers, 1984) och förklarar att det finns en prioriteringsordning när det kommer till finansiering. Företag finansierar först och främst med egna medel om möjligt. Är inte det möjligt så upptar de hellre lån än att emittera nya aktier. Alltså antyder den här teorin på att nyemissioner ur aktieägares ögon är förenat med något negativt och att företag som genomför nyemissioner signalerar att företaget bär på ett dolt problem.

Informationsasymmetri

Dierkens (1991) har undersökt 197 företag inom industribranschen som gjort sin första nyemission mellan åren 1980–1983, och kunde konstatera att informationsasymmetrin mellan företagsledning och aktieägare fluktuerar över tid. Tiden efter annonserandet av nyemissionen var informationsasymmetrin lägre jämfört med en tid innan tillkännagivandet. I linje med Lang och Lundholm (2000) såg Dierkens alltså redan 1991 att företag tenderar att minska informationsasymmetrin inför nyemissioner. Slutligen poängterar Dierkens att aktiekursen i genomsnitt minskar med 3% vid annonserandet av nyemissioner, samt att mycket informationsasymmetri leder till att aktiekursen minskar ännu mer vid annonserandet. Artikeln slår alltså fast i likhet med tidigare källor att offentliggörandet av en nyemission är en negativ nyhet. Informationsasymmetri är enligt författarna en viktig förklarande variabel för att beskriva hur företagsledningen beter sig innan nyemissioner.

Effektiv marknadsteori

En effektiv marknad är en marknad där samtliga aktiekurser är baserade på all tillgänglig information. En marknadseffektivitet har att göra med hur stor del av priserna i marknaden som är speglade av informationsflödet i marknaden. Enligt Fama (1970) finns det tre olika effektivitets-nivåer; svag-, semi-stark och stark form. Svag form har lägst marknadseffektivitet och stark form har högst marknadseffektivitet. Om en marknad har en stark form anses det vara en fullständig effektiv marknad där all information finns tillgänglig för aktieägarna, såsom insiderhandel, offentlig- och privat information. Aktiekurserna i dessa marknader motsvarar det verkliga värdet och således är det omöjligt för företagsledning att manipulera aktiekurser genom att hålla inne information och möjligheten till att köpa felaktigt värderade aktier existerar inte (Fama, 1970). Aktiekursen antas här följa "random walk" vilket menas att det är omöjligt att förutspå aktiekursens trend med hjälp av tekniska analyser eller tolkning av signaler som ges ut från företaget eftersom aktiekursen reagerar omedelbart på all information samtidigt som all informationen är tillgänglig och ny information oförutsägbar.

En semi-stark marknadsform innebär att aktiekurserna är definierade av all tillgänglig offentlig information, exempelvis av årsredovisningar och historiska aktiekurser. Att endast utgå från offentlig information för att kunna hitta undervärderade aktier är således omöjligt. Vid den här marknadsformen är den enda möjligheten för aktieägare att överträffa marknaden genom att inneha insiderinformation om företaget (Fama, 1970). I den svaga marknadsformen reflekterar aktiekursen endast information om historiska aktiekurser och försäljningsvolym (Fama, 1970). Ur ett teoretiskt perspektiv kan man tänka sig att First North en semi-stark effektivitetsnivå eftersom de har en del reglering rörande offentliggörandet av information. I praktiken är det dock nog närmare svag effektivitetsnivå eftersom det är en självreglerande marknad och det finns incitament för Nasdaq att ha kvar så många kunder som möjligt.

Agent-principalteorin

Agent-principalteorin är en grundläggande teori som ämnar att förklara relationen mellan ägare och företagsledning, där agenten utgörs av företagsledningen och principalen definieras av aktieägarna i ett aktiebolag. Teorin är relevant för studien eftersom den berör ämnet informationsasymmetri och belyser möjligheten till manipulering. Det är principalen som utser agenten och kontrakt anordnas sinsemellan för att kontrollera att agenten agerar utifrån principalens intresse. För att säkerställa att agenten ska uppnå principalens önskemål bevakas agenten strikt samt belönas vid goda prestationer. Utnämmandet av agenten kan exempelvis ske genom en bolagsstämma där aktieägare utser företagsledningen genom omröstning och därmed får befogenheter att leda företaget med fria tyglar för att uppnå högsta möjliga avkastning. Agentens prestation bedöms utifrån avkastningen de lyckats uppnå där vägen till avkastningen inte är det viktiga utan avkastningen de frambringar är det viktiga.

Agenten kan genom att utnyttja informationsasymmetrin som råder sinsemellan vilseleda aktieägare och agera efter egna kortsiktiga intressen. Som exempel genom att tima positiva nyheter just innan kungörandet av nyemissioner för att höja aktiekursen och öka inskjutet kapital, bara för att sedan sänka den vid kungörandet av nyemissionen. På detta vis förlorar aktieägare som investerat i samband med de positiva nyheterna både pengar och förtroende för företagsledningen. Ifall principalen är missnöjd med agenten kan kontrakten hävas för att tillsätta någon annan för tjänsten. I praktiken sker detta exempelvis genom att aktieägarna genom en bolagsstämma tillsätter nya ledamöter eller VD till företaget (Merchant & Van der Steede, 2012).

Principal-agentteorins problematik med att ena parten har ett informationsövertag belyses även i Lang och Lundholms artikel (2000). De hänvisar nämligen till tidigare forskning gjord av ett antal forskare (Asquith, Mullins 1986, Korajczyk, Lucas och McDonald, 1993) som kunde fastställa att determinanten som bäst förklarade kursnedgången vid kungörelsen av en nyemission var adverse selection. Alltså att aktieägare känner sig lurade och utnyttjade över att inte ha tillräcklig information om nyemissionens processen.

Signalteorin

Signalteorin bygger på informationsasymmetri-logiken på så vis att den utgår från två beroende parter, där den ena parten har ett informationsövertag och där den andra behöver tolka signaler som ges ut av parten med informationsövertaget för att minska informationsasymmetrin (Spence, 1973). Om ledningen i större och mer erkända bolag vill urskilja sig från de bolag som inte är av lika hög kvalitet, syftar ledningen till att minska informationsasymmetrin genom att dela med sig av mer information än vad de egentligen behöver. En ledning som med självförtroende tror på sina strategier och sin affärsidé kommer inte avstå från att ge marknaden information om hur det går i dagsläget och om framtidens ambitioner (Watson, et.al, 2002). När exempelvis företagsledningen går ut med information om att genomföra en nyemission behöver aktieägare tolka den bakomliggande orsaken

bakom nyemissionen. Det kan antingen vara något negativt; att företaget har svårt att betala skulder, eller positivt; att de behöver pengar till en investering eller ett förvärv (Spence, 1973).

Ett problem som kan uppstå för aktieägarna är att företagsledningen ger ut information för att aktieägarna ska tolka informationen på ett vis som inte stämmer överens med verkligheten, men som bidrar till det personliga intresset för agenten. På så vis är signalteorin snarlik agent-principalteorin då båda teorierna präglas av skillnaden i agenten och principalens intresse i syfte att främja det kortsiktiga egna intresset.

Hypotesutveckling

Företag som ämnar att emittera nya aktier har alltså enligt tidigare forskning (Lang & Lundholm, 2000), (Dierkens, 1991) minskat informationsasymmetrin som föreligger mellan kapitalmarknaden och företaget inför nyemissioner. Denna studies hypotes utformas kring att testa vilken tonart informationen har genom att undersöka svenska företagsledningars kommunikationsflöde med marknaden. Denna studien syftar alltså bland annat till att undersöka och analysera om företag som genomfört nyemissioner har en positivare ton i sina pressmeddelanden jämfört med de företag som inte genomfört nyemissioner. Lang och Lundholms forskning visar att nyemissioner påverkar aktiekursen negativt vid kungörelsen, vilket antyder att aktieägare tolkar det som en signalering om att det föreligger något djupare problem i företaget. När aktieägare inte upplever en tydlighet och transparens utan behöver tolka signaler från företagsledningen finns det en risk att förtroendet för ledningen skadas. För att överbygga detta problem antar vi att företag med nyemissioner således kompenserar detta genom att ha en positivare ton i sina pressmeddelanden, samtidigt som de släpper betydligt mer information till marknaden. I de initiala testerna delas de företag som tillämpat respektive inte tillämpat nyemissioner in i olika grupper. Den första hypotesen som testas formuleras därför på följande vis:

H1: Mängden information och tonläget i pressmeddelanden mellan företagsgrupperna

H0 =skiljer inte sig åt

Ha =skiljer sig åt

Företag kan vara i behov av kapital av olika anledningar. Dels kan det vara en fråga om förvärv och expanderings, men också för att kompensera ett negativt operativt kassaflöde och ett negativt resultat. Det kan då tänkas ligga i företagsledningens intresse att ge en bild av och i princip marknadsföra sig själva och "sälja in" att företaget går bättre än vad det egentligen gör till kapitalmarknaden. Företagsledningen vill förmodligen höja företagets anseende för att ge investerare fortsatt förtroende och incitament till att fortsätta investera i företaget. Följaktligen förefaller det intressant att undersöka om det finns ett samband mellan företagets prestationer och om det föreligger en positiv eller negativ ton på företagets kommunikation till marknaden. Hypotesen grundar sig alltså i misstanken att företag som presterar sämre har ett mindre neutralt, och mer optimistiskt tonläge jämfört med företag som presterat bättre. En andra hypotes utformas därför enligt följande:

H2: Av de företag som tillämpat nyemission har det positiva tonläget på kommunikationen ett negativt samband med företagets prestationer

Ett tillskott av kapital genom upptagna lån eller en compensation av ett negativt resultat sänker företags soliditet. Med en låg soliditet blir det finansiella risken högre, vilket även avspeglar sig i kreditinstitutens högre utlåningsräntor och villighet att låna ut. En låg soliditet anses bland

annat av denna anledning vara en dålig soliditet. Företag med en redan låg soliditet kan därför tänkas vara mer benägna att få igenom en lyckad nyemission istället för att låna mer och sänka deras soliditet ytterligare. Man kan med andra ord misstänka att företag 'kan vara i olika stort behov av kapitalet som attraheras med hjälp av nyemissioner. Vad som då blir intressant att undersöka är om det finns en signifikant skillnad i tonläget på företagets kommunikation beroende på hur desperata företagen är på att få igenom en lyckad nyemission. Den tredje hypotesen formuleras därför likt:

H3: Av de företag som tillämpar nyemissioner har tonläget ett samband med företagens kapitalstruktur

Metod

Metodavsnittet ämnar till att presentera vilken data som behandlades, vart data är insamlad från och vilken metod som användes för att behandla data. Även motiv till metodvalet presenteras här, vilken styrks med reliabilitet och validitet.

Val av metod

För att besvara forskningsfrågorna utgick vi precis som flera tidigare studier inom området i från en kvantitativ strategi genom en lingvistisk analys. Bakgrunden och de presenterade teorierna formade studiens hypoteser, vilka sedan verklighetstestades genom statistiska modeller. Hypoteserna som lade grunden för studien testades genom att insamla empiri som behövdes för att sedan testas genom T-test. För att studera om företag som tillämpar nyemissioner hade en tendens att agera på ett visst sätt, såg vi det som den bästa metoden att jämföra dessa företag med företag som inte tillämpat nyemissioner. Det blev alltså en jämförelse mellan två grupper som hade olika egenskaper, för att se om ett visst beteende förändras beroende på egenskapen i sig. Valet av en kvantitativ strategi ansågs lämpligt eftersom vi då kunde studera fler företag och fler variabler än vad vi hade hunnit med en kvalitativ ansats. Att verktyg för ordanalytiska metoder som gav kvantitativa data fanns att tillgå var ytterligare ett incitament att genomföra en kvantitativ strategi.

Datainsamling

Databasen Business retriever användes för att erhålla finansiell data om de företag som studien behandlat. Den data som insamlades på business retriever gav information om bland annat företagsnamn, branschtillhörighet, kapitalstruktur, företagsprestationer och storleksnyckeltal. Urvalsramen till studien representerades av de företag som var listade på First North och hade ett bokslut 2018. Genom hemsidan *nyemissioner.se* erhöll vi sedan urvalet av företag listade på First North som tillämpat nyemissioner. Databasen Factiva användes sedan vid insamlingen av pressmeddelanden från företag till marknaden. Samtliga pressmeddelanden från företagen behandlades sedan i programmet DICTION via dess algoritm 7.0 för att bland annat identifiera om det förelåg en negativ eller positiv ton till dem.

Språk och ord-analysprogrammet DICTION behandlar enbart engelsk text, vilket gjorde att den manuella sökningen av pressmeddelanden på Factiva också blev filtrerat efter engelsk text. Vidare filtrerades sökningen till att enbart söka efter individuella företag, pressmeddelanden samt utelämnade eventuella kopior/ upprepningar. Samtliga pressmeddelanden sparades sedan ned i word-filformat för respektive företag. Datan behandlades sedan i Stata där statistiska tester utfördes för att identifiera och analysera eventuella samband.

DICTION 7

DICTION 7 är ett datorbaserat textanalys-program som bland annat kan användas för att bestämma tonlägen på textmeddelanden. DICTION analyserar och värderar texter efter fem olika master-variabler, tillsammans med 35 undervariabler. Värderingen görs genom en algoritm som utgår från vedertagna engelska ordlexikon och sedan poängsätter texterna utifrån olika kategorier av ord och sammanhang.

De fem master-variablerna i DICTION, och deras betydelse enligt DICTION's manual är:

Optimism- Language endorsing some person, group, concept or event or highlighting their positive entailments.

Certainty -Language indicating resoluteness, inflexibility, and completeness and a tendency to speak ex cathedra

Activity - Language featuring movement, change, the implementation of ideas and the avoidance of inertia.

Realism - Language describing tangible, immediate, recognizable matters that affect people's everyday lives.

Commonality - Language highlighting the agreed upon values of a group and rejecting idiosyncratic modes of engagement.

Mastervariablerna Optimism och Activity gav enligt beskrivningen intrycket att vara de mest relevanta delarna att mäta och använda som variabler i studien för att visa vilket tonläge pressmeddelanden hade. Eftersom förklaringen av båda mastervariablerna *optimism* och *activity* gav intrycket att de skulle vara av den arten som företag medvetet skulle kunna påverka i deras kommunikation med marknaden.

Optimism och Activity var i sin tur uppbyggda som ett netto av tre positiva undervariabler minus tre negativa undervariabler. Formlerna för uppbyggnaden såg ut likt:

Activity = [Aggression + Accomplishment + Communication + Motion] – [Cognitive + Passivity + Embellishment]

Optimism = [Praise + Satisfaction + Inspiration] – [Blame + Hardship + Denial]

Mastervariablerna är alltså uppbyggda av undervariabler, vilka i sin tur är definierade av ord och ordsammansättningar som associeras med respektive undervariablers betydelse. Undervariablernas kriterium uppfylls vid användande av ord som passar in för respektive undervariablers genre. Som exempel så uppfylls kriteriet för undervariabeln "Satisfaction" om ordet "relieved" och "happiness" använts, samtidigt som kriterierna för den negativa undervariabeln "Hardship" uppfylls när ord som "injustice" och "error" används. Texten poängsätts sedan av DICTION för respektive variabel. Ett positivt ord som matchar kriterierna enligt DICTIONS villkor får ett positivt poäng, och ett negativt ord som matchar villkoren får ett negativt poäng. Totalpoängen summeras sedan, samtidigt som 50 adderas för att variabeln inte ska kunna bli negativ. Detta innebär att ett textmeddelande som är mer positivt än negativt enligt respektive mastervariablers villkor, får ett poäng 50 <, samtidigt som ett övervägande negativt meddelande får poäng på 50 >. Ett neutralt meddelande får således exakt 50 poäng. För full förklaring av respektive undervariabel, se bilaga 1. Formlerna för mastervariablerna tydliggörs nedan.

Positiva		Negativa	
Praise		Blame	
Satisfaction		Hardship	= Optimism
Inspiration		Denial	
	-		
Aggression		Cognitive terms	
Accomplishment		Passivity	= Activity
Communication		Embellishment	
Motion			

Undervariablerna kan sedan analyseras var för sig, eller som en hopsättning av de termer som enligt DICTION associerar med varandra. Hopslagningen av associerade undervariabler representerar sedan de fem olika mastervariabler som presenterades ovan.

Urval och bortfall

Populationen representerades av samtliga företag noterade på Nasdaq Stockholms First North. Urvalet delades sedan in i två grupper, benämnda grupp A respektive grupp B. Grupp B bestod av företag som via nyemissioner erhållit externt kapital under 2018. Grupp A hade syftet som kontrollgrupp, vilken bestod av företag som ej tillämpat någon nyemission under perioden 2015–2019.

Urval

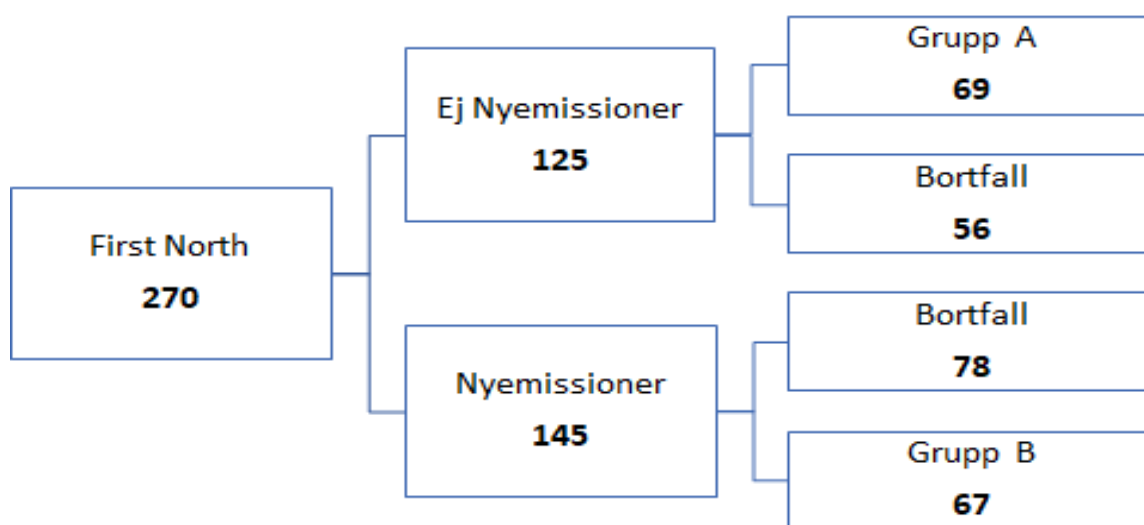
Populationen representerades av samtliga företag noterade på Stockholms First North med ett bokslut 2018. Ramförteckningen erhöles från *business retriever*. Ett selektivt urval gjordes sedan för att filtrera ut de företag som använt sig av nyemissioner som finansieringsmedel, exklusive noteringstillfället. Anledningen till exkluderingen av emissionen som äger rum vid själva noteringen är på grund av att information om företag såsom pressmeddelanden etcetera är bristfällig för onoterade företag. Företag som både blev noterade samt tillämpade en nyemission under 2018 exkluderades också ur studien av ovan nämnda anledning. För att filtrera ut de företag som tillämpat minst en nyemission 2018 utöver eventuell notering utfördes manuell datainhämtning. Urvalsramen hämtades genom riktade individuella sökningar av samtliga företag ur ramförteckningen på [siten nyemissioner.se](http://nyemissioner.se)'s register om nyemissioner. Där erhöles alltså de företag som initialt placerades i grupp B. Kontrollgrupp A representerades av företag som inte tillämpat någon nyemission under perioden 2015–2018 för att med säkerhet representera företag som inte erhållit externt kapital med hjälp av nyemissioner den senaste perioden.

Bortfall

Kontrollgrupp A bestod av företag vilka inte tillämpat någon nyemission under de senaste åren. Av populationen på 270 företag var det 125 stycken företag som inte tillämpat några nyemissioner under de senaste åren. Av de 125 företagen var det sedan ytterligare ett bortfall av 56 företag representerat av de företag som det ej gick att hitta pressmeddelanden från på sökmotorn Factiva. Kvar i kontrollgrupp A fanns slutligen 69 företag, vilka inte hade tillämpat någon nyemission den senaste tiden och som det gick att hitta pressmeddelanden från på sökmotorn Factiva.

Urvalsramen för grupp B bestod av företag som var listade på Stockholms Nasdaq First North med ett bokslut från 2018, vilka tillämpat minst en nyemission under den undersökta perioden som finansieringskälla, exklusive emissionen som äger rum vid eventuell notering. Av

populationen listade på First North bestående av 270 företag, kunde vi via *nyemissioner.se* urskilja att minst 145 av 270 företag inhämtat externt kapital via nyemissioner under perioden 2015 till och med 2019. Eventuellt bortfall utgjordes av att informationen saknades i *nyemissioner.se*'s register för de företag som analyserats. De identifierade 145 företagen drabbades sedan ytterligare av bortfall, bestående av de företag som det inte gick att finna information om på sökmotorn Factiva. Namnbyte på företag under den undersökta perioden var en anledning till att företagen inte hittades på Factiva. Det fanns även ett antal företag som genomfört nyemissioner, men som enligt Factiva ej publicerat några pressmeddelanden på engelska, vilka därför också exkluderades ur grupp B. Efter den första elimineringsprocessen av urvalet filtrerades och exkluderades de företag ut som hade tillämpat nyemissioner under de senaste åren, men som inte tillämpat nyemissioner under 2018. I grupp B återstod slutligen 67 företag, vilka alltså hade tillämpat minst en nyemission under 2018, och som det gick att hitta pressmeddelanden från i Factiva.



Figur 1

Figur 1 illustrerar gruppindelningen av de företag som representerar populationen.

Statistisk analys

Stata användes som statistiskt program för att analysera skillnader mellan grupp A och grupp B. Bland annat med avseende på om tonläge i pressmeddelanden skiljde sig från varandra, och om det förelåg skillnader i förändring av informationsasymmetri inför nyemissioner. Detta gjordes genom t-test. Vidare byggdes analysen vidare på data bestående av information om företagsstorlek, omsättning, avkastning på eget kapital och tonläge i pressmeddelanden. För detta användes t-test.

Signifikansnivån noteras under tabellernas rubrik "p-värde", där signifikansnivåns styrka anges med symbolen (*).

*** = 1% Signifikansnivå
 ** = 5% signifikansnivå
 * = 10% Signifikansnivå

.

Statistiska modeller

Vid testerna kontrollerade vi för företagsstorlek för att se om de hade en inverkan på tonen i pressmeddelanden. Vi kontrollerade även för företags prestationer genom att ha med kontrollvariabeln avkastning på eget kapital eftersom det ter sig logiskt att företag som presterar bättre i mindre utsträckning behöver genomföra nyemissioner jämfört med företag som går med förlust. Vi undersökte även om företagets kapitalstruktur påverkar tonen i pressmeddelanden genom att ha med kontrollvariabeln soliditet.

T-test är inom statistiken en av de vanligaste metoderna som används när man vill jämföra om det föreligger skillnad mellan två olika normalfördelade populationer med okänd standardavvikelse. I den typiska användningen av t-test utgår man ifrån en nollhypotes som man vill testa, men det kan även användas till att skapa konfidensintervall. Det återkommande temat i våra nollhypotesprövningar var om populationernas medelvärde var lika (Mowery, 2011).

Reliabilitet

De företag som hamnade i gruppen som tillämpat nyemissioner var först identifierade genom *nyemissioner.se* och bekräftades genom Factiva. Företagen var alltså tvungna att bekräftas på två ställen vilket minimerade risken för övertäckning. Vi har endast samlat data från företag som har ett bokslut och som verkat på First North under 2018. Därav finns det en risk att vi går miste om en del observationer som inte borde vart bortfall om företag har hamnat i konkurs tidigare eller lämnat pressmeddelanden. Vidare får Factiva möjligen inte med samtliga nyheter vilket skulle ha en negativ konsekvens för vår undersökning.

Sekundärdata har inte lika hög pålitlighet som primärdata eftersom den grundar sig på historiska siffror och värden som i sin tur kan vara influerad av dåtidens omständigheter som kan ha förändrats över tid och kan således tappa relevans. En annan kritik mot sekundärdata är att det i många fall grundat på tidigare forskning eller källor. Därför blir det problematiskt att erhålla en fullständig reliabilitet då det krävs att man verifierar tidigare sekundärkällor som i sin tur kan ha flera led av andra källor. Om det någonstans i ledet finns ett fel kan det leda till att senaste forskningen blir felaktig om den baserats på felet.

Validitet

Att använda DICTION vid analys av texter kan huvudsakligen ifrågasättas för sin grova definiering av vad som utgör positiva samt negativa ord. Ord får sin mening när de sätts i sitt sammanhang i den kontext de befinner sig i. Exempelvis kan orden "vad kallt det är" signalera att någon bör stänga fönstret om man är inomhus, men kan även vara ett konstaterande om man är utomhus på väg hem. Vidare tolkar DICTION meningen "*not very good result*" som något positivt enbart på grund av ordet "*good*". DICTION kan alltså anses vara ett trubbigt verktyg för att mäta tonen i pressmeddelanden på grund av dess endimensionella utformning. Loughran och McDonald (2011) har belyst det senare problemet relaterat till DICTION. De fick fram att tre fjärdedelar av orden som klassificerades som positiva i DICTION egentligen inte var positiva.

I frågan om validitet kan alltså användandet av DICTION var den aspekt som skulle kunna ifrågasättas mest. Dock verkar det i dagsläget vara ett av få sätt att analysera texter och få numeriska resultat utifrån tonläge på, vilket gjorde att vi inte hade mycket att välja på. Att manuellt göra bedömningar från pressmeddelanden till pressmeddelanden skulle lämna för stora tolkningsmöjligheter och ta för lång tid för att kunna dra några egentliga slutsatser från.

Resultat

Resultatavsnittet innehåller motiveringar av vissa tester, samt presenterar och kortfattat kommenterar de resultat studien har kommit fram till.

Populationen representerades av företag noterade på Nasdaq Stockholms First North vilka hade haft ett bokslut 2018. Av populationen på 270 företag återstod det efter ett selektivt urval beskrivet i metodavsnittet 136 företag. Dessa 136 företag blev sedan indelade i två grupper benämnda grupp A och Grupp B. Grupp A bestod av företag som inte tillämpat någon nyemission sedan 2015 som tidigast. Grupp B representerades av företag som tillämpat minst en nyemission under 2018.

Storleken och prestationen med avseende på avkastning på eget kapital skiljde sig signifikant förutom i antal anställda. Resultatet som avläses i tabell 1 visar att grupp B hade i genomsnitt mer än fem gånger sämre avkastning på eget kapital jämfört med grupp A. Testets signifikansnivå var 99%.

tabell 1

Variabel	Grupp A m	Grupp B m	p-värde
ROE %	-13,6	-75	0,00001***
Omsättning	222337,6	86837,7	0,0088***
Antal anställda	95	54,1	0,1545

Vad som tydligt framgick, vilket även instämde med förväntningarna, var att de företag som tillämpade nyemissioner hade presterat betydligt sämre jämfört med gruppen som inte tillämpat nyemissioner. Resultatet kan tyckas vara rimligt eftersom de företag som presterat bättre ur ett aktieägarperspektiv förmodligen inte haft ett lika stort behov av att ta in externt kapital via nyemissioner. De företag som befinner sig i kontrollgrupp A har kanske tagit in externt kapital genom att uppta lån istället, vilken skulle sänka deras soliditet och ge dem en högre avkastning på eget kapital.

Vidare undersökte vi om företagsstorlek skiljde mellan grupperna. Detta genom att använda oss av variabeln antal anställda och omsättning. Som går att avläsa i tabell 1 har grupp A 95 anställda i genomsnitt medan grupp B hamnade på 54,1. T-testets p-värde hamnade dock över 0,1 vilket gjorde att vi inte kunde fastställa att det finns någon statistisk skillnad i antal anställda, även om det var en stor skillnad i genomsnittsvärdet mellan grupperna. Gruppernas omsättning jämfördes även med varandra. Med t-testet kom vi fram till att omsättningen var olika stora för grupperna med en signifikans på 99%. Företagen som inte gör nyemissioner omsätter i genomsnitt mer än dubbelt så mycket jämfört med de företag som tillämpar nyemissioner enligt resultatet. P-värdet på 0,00001 gav en signifikansnivå på 99%.

Hypotestester

Den första hypotesen som testades var om företag som tillämpar nyemissioner har en positivare ton och använder sig av fler meddelanden och ord jämfört företag som inte genomfört nyemissioner.

H1: Mängden information och tonläget i pressmeddelanden mellan företag som gjort respektive inte gjort nyemissioner

H0 =skiljer sig inte åt

Ha =skiljer sig åt

För att pröva hypotesen använde vi oss av t-test som verktyg. T-test går att använda när stickproven som ska analyseras är normalfördelade, vilket dem såg ut att vara. Testet prövar om huruvida urvalsgruppernas medelvärde är lika, eller om det föreligger en slumpmässig eller statistisk skillnad. Resultatet som erhöles går att utläsa i tabeller presenterade nedan där grupp A motsvarar företag som inte genomgått nyemissioner de senaste åren och grupp B representerar företag som genomgått nyemissioner 2018.

Första testet syftar till att undersöka om det skiljer sig i mängden information som respektive grupp av företag släpper. Första metoden var att undersöka om det förelåg någon skillnad i antal ord som pressmeddelanden bestod av från de två företagsgrupperna. Även här användes t-test som verktyg för att undersöka frågeställningen. Resultatet kan utläsas nedan i tabell 2.

Tabell 2

Variabel	Grupp A m	Grupp B m	p-värde
Antal ord	3367	2658	0,4257

Grupp A, n=69

Grupp B, n=67

Trots den tappade signifikansen visar resultatet på 3367 respektive 2658 ord att företag som gör nyemissioner skriver betydligt kortare pressmeddelanden i genomsnitt i vår studie. Även här har den tappade signifikansen med stor sannolikhet att göra med att vi hade så få observationer.

Nästa steg i analysen var att undersöka om de två företagsgrupperna i genomsnitt gav ut olika antal pressmeddelanden. Totalt hade de 136 företagen släppt 724 pressmeddelanden som analyserades i DICTION. Även här användes t-test som metod för att analysera detta.

Tabell 3

Variabel	Grupp A m	Grupp B m	p-värde
Pressmeddelanden	5,62	5,49	0,9097

Grupp A, n=69

Grupp B, n=67

I tabell 3 framgår det att p-värdet blev 0,9097 vilket gjorde att vi inte kunde fastställa att det förelåg någon skillnad. Medelvärde för antalet släppta pressmeddelanden mellan grupperna blev nästan identiskt. Resultatet visar att vi i denna studie inte kan förkasta H0. Vi kan alltså inte, till skillnad från Lang och Lundholm (2000) visa att företag tenderar att minska informationsasymmetrin i samband med nyemissioner. Förklaringen kan ligga i att metoderna för att ta reda på detta skiljde sig åt, eller att Lang och Lundholms resultat inte går att applicera som en förklaring på företag noterade på Nasdaq Stockholms First North.

Tonläget på pressmeddelanden mättes genom att respektive företag fått sina pressmeddelanden poängsatta enligt DICTION. DICTION mätte och poängsatte meddelanden efter en mängd olika variabler, vilka förklaras närmare i Metodavsnittet. Den första variabeln som testades var Mastervariabeln Optimism, vilken syftar till att visa om det ligger en positiv eller negativ ton i meddelandena.

Tabell 4

Variabel	Grupp A m	Grupp B m	p-värde
Optimism	49,9	49,6	0,1516

Grupp A, n=69

Grupp B, n=67

Resultatet visar att det inte går att hävda att det föreligger någon signifikant skillnad mellan grupperna. P-värdet översteg 10%, vilket gör att nollhypotesen inte kan förkastas. Värdena (49,9) och (49,6) avser medelvärdet för vardera grupp, där 50 poäng betyder att en grupp varken har en positiv eller negativ ton enligt poängskalan. Variabeln optimism är en så kallad mastervariabel bestående av en grupp undervariabler och motsvarar nettosumman av positiva minus negativa ord i pressmeddelanden. Resultatet (49,9) respektive (49,6) visar på att företagen i både grupp A och grupp B tenderar att i genomsnitt släppa aningen mer negativa pressmeddelanden än positiva. Skillnaden är dock marginell.

Mastervariabeln Optimism var i sin tur uppbyggd av ett antal undervariabler, vilka var poängsatta enligt DICTIONs algoritm och poängsättningssystem. Resultatet av undervariablarna till mastervariabeln optimism presenteras nedan i tabell 4.

Tabell 5

Variabler	Grupp A m	Grupp B m	p-värde
Inspiration	2	1,3	0,1432
Satisfaction	2,6	2,2	0,0628*
Praise	1,3	0,8	0,0425**
Blame	0,2	0,1	0,1746
Hardship	0,8	0,7	0,4957
Denial	1,4	1,2	0,3841

Grupp A, n=69

Grupp B, n=67

När vi jämförde om tonen skiljde sig mellan grupperna genom att använda undervariabeln "praise" som verktyg, kunde vi med 95% signifikansnivå fastställa att det fanns en skillnad i variabeln. I genomsnitt har grupp A (1,3) i poäng medan grupp B (0,9). Alltså har, i kontrast till vad tidigare forskning kommit fram till, företag som inte genomför nyemissioner en positivare ton jämfört med företag som genomför nyemissioner. Iallafall om man enbart ser till undervariabeln "*praise*", vilket enligt DICTIONS förklaring är ord som "successful", "good" och "delightful" (se bilaga 1). Vad resultatet innebär, är att företag som inte tar in externt kapital via nyemissioner tenderar att tala bättre om deras företag enligt DICTIONS förklaring på variabeln "*praise*". För full förklaring av undervariablernas betydelse, se bilaga 1. Grupp A tenderade också att i text verka vara mer tillfredsställda, vilket variabeln "*satisfaction*" visade på, med en 10%-ig signifikansnivå.

Vi valde även att analysera om det skiljde sig i hur aktiva företagen ville få sig att verka vara i text genom att analysera mastervariabeln "*activity*", vilken är den andra master-variabeln som användes i studien. Resultatet som går att avläsa i tabell 6 indikerade att det fanns en signifikant skillnad mellan grupperna.

Tabell 6

Variabel	Grupp A m	Grupp B m	p-värde
Activity	49,1	45,1	0,0275**

Grupp A, n=69 Grupp B, n=67

Företagen som inte gjorde nyemissioner hade (49,1) i medelvärde medan företagen som genomförde nyemissioner hade (45,1). Testets p-värde var 0,0275 vilket gav t-testet en signifikansnivå på 95%. Resultatet visar att företag som inte tillämpar nyemissioner tenderar att verka och kommunicera på ett sätt som ger ett mer aktivt intryck av företagen. Mastervariabeln "Activity" var, precis som den tidigare mastervariabeln "Optimism"; uppbyggd av ett antal undervariabler. Om vi ser till varje specifik undervariabel var resultatet enligt tabell 7 nedan.

Tabell 7

Variabler	Grupp A m	Grupp B m	P-värde
Accomplishment	15,4	17,1	0,0451**
Motion	0,8	0,6	0,3537
Agression	2,5	1,1	0***
Passivity	5,1	16,4	0,0326**
Embellishment	0,4	0,2	0,0034**
Cognition	1,4	1,2	0,3841

Grupp A, n=69 Grupp B, n=67

Vad som framkommer i resultatet av t-test utförda på undervariablerna är att undervariabeln "Accomplishment" har ett högre medelvärde i grupp B, med en signifikansnivå på 95%. Till

skillnad från mastervariabeln *activity* i sin helhet verkar det alltså som att företag vilka tillämpat nyemissioner använder sig av ord som associeras med *task-completion* som, *growth*, *establish*, *finish*, *influence*, och *proceed* i större grad än företag vilka inte tillämpat nyemissioner. En annan variabel vi tittade närmare på var variabeln *aggression*, som i detta sammanhang förklarar hur självsäkra och framåtdrivande företagen uttrycker sig själva att vara i text. Grupp A hade ett medelvärde på 2,5 poäng, vilket var mer än dubbelt så mycket som grupp B på 1,1 poäng i medelvärde. Testet har en signifikansnivå på 99% vilket indikerar att det finns statistiskt starka bevis för att de företag som inte tillämpat nyemissioner tenderar att ha ett mer aggressivt tonläge. Även detta talade emot tidigare forskning som antydde på det motsatta resultatet, det vill säga att företag som gör nyemissioner i regel har mycket planer och projekt inför framtiden och således behöver få in pengar för det.

Variabeln *Embellishment* blev signifikant när den testades för Grupp A och B. Detta beror förmodligen på att *embellishment* har 67% signifikant positiv korrelation med variabeln *Praise* som också var signifikant. Den positiva korrelationen beror i sin tur på att *embellishment* räknas fram genom:

$$\text{Embellishment} = \text{Praise} + \text{Blame} + 1 / \text{present concern} - \text{past concern}$$

En ökning av den positiva undervariabeln *Praise* borde således ge en ökning av *embellishment*.

Vad som ytterligare var intressant ur resultatsynpunkt var undervariabeln "passivity", vilken hade den största skillnaden i medelvärde av samtliga undervariabler. Med en signifikansnivå på 95% skiljer sig medelvärdet från grupp A och grupp B markant, där grupperna hade 5.5 (A) respektive 16.4 (B) poäng i medelvärde. Enligt DICTION gavs variabeln *Passivity* poäng av ord som "quietly", "tame" och "appeasement". De företag som gjort eller tänkt göra nyemission inom den undersökta perioden tenderade alltså att verka mycket mer passiva i text.

H2: Nyheternas ton har ett negativt samband med företagets prestationer av de företag som tillämpat nyemissioner

Den andra hypotesen syftade till att undersöka om tonläget förändrades för de företag som tillämpat nyemissioner beroende på vilken avkastning på det egna kapitalet företagen haft. För att ta reda på detta delades Grupp B in i två grupper, där en grupp haft en låg avkastning och en haft en jämförelsevis högre avkastning. Gruppindelningen skedde genom att observationerna delades in efter medianen av avkastningen.

tabell 7

Grupp	Obs.	Medelvärde
Lägre avkastning	44	49,9* (0,0955)
Högre avkastning	23	49,4* (0,0955)

Vad som framgick av t-testets resultat skulle kunna sägas stämma överens med hypotesen. De företag som presterat sämre med avseende på det egna kapitalet uttryckte sig mer positivt i kommunikationen samband med nyemission jämfört med de företag som presterat bättre. Signifikansnivån var på 10%. Vad som ytterligare var anmärkningsvärt var att

medianavkastningen på eget kapital (ROE) låg på -22,5 procent. Nästan 66% (44/67) av de observerade företagen i befann sig i gruppen under medianavkastningen. Detta skulle kunna betyda att de flesta företagen som tillämpar nyemissioner i Nasdaq Stockholms First North gör det för att kompensera ett negativt resultat. Testet visade en signifikansnivå på 10%,

H3: Av de företag som tillämpar nyemissioner har tonläget ett samband med företagens kapitalstruktur

Kapitalstrukturen genom soliditetsnivån för företagen som tillämpat nyemissioner var intressant att undersöka eftersom det skulle kunna ses som ett mått på hur benäget eller "desperat" ett företag är när det kommer till att genomföra en lyckad nyemission. Grupp B delades in i två grupper efter median-soliditeten för att kunna jämföra de olika gruppernas tonläge i kommunikationen med avseende på optimism. Gruppen *högre soliditet* = > 69.3% och gruppen *lägre Soliditet* = < 69.3%. Gruppstorleken blev jämnt fördelad med 34 respektive 33 observationer. Misstanken låg i att företag som hade en lägre soliditet var mer benägna att få igenom en lyckad nyemission, och talade därför mer optimistiskt i deras kommunikation med kapitalmarknaden för att bättra på deras anseende och på så sätt enklare kunna attrahera externt kapital.

Tabell 8

Grupp	Obs.	Optimism m
Lägre soliditet < 69.3%	34	49,9** (0,0204)
Högre soliditet > 69.3%	33	49,4** (0,0204)

Resultatet av t-testet mellan de två grupperna visar med en signifikansnivå på 95% att företag med en lägre soliditet tenderar att tala mer optimistiskt (49,9) i deras kommunikation med marknaden. Resultatet av båda gruppernas medelvärde på mastervariabeln optimism visar dock fortfarande att företagen inte är positiva i sin helhet, eftersom medelvärdet marginellt fortfarande understiger nivån för vad DICTION värderar som neutralitet (50).

Diskussion

Diskussionsavsnittet nedan kommer att lyfta fram och diskutera de resultat som studien kommit fram till. Vad som var väntat och vad som var oväntat, vad som blev bekräftat och vad som kunde utförts på ett annorlunda sätt.

Studiens statistiska resultat

Den första hypotesen samt den huvudsakliga frågeställningen i studien var att besvara om de företag som via nyemissioner tillfört externt kapital också förändrade mängden information samt hade ett annorlunda tonläge gällande dess kommunikation med kapitalmarknaden jämfört med de företag som inte tillämpat någon nyemission. Misstanken låg i att företagsledningar kanske ser till sitt eget intresse och därmed försöker förbättra företagets anseende och ge ut en förskönad bild av företagen till marknaden när det finns behov av externt kapital. Jacobsen och Thorsvik (2015) menar att företaget anseende spelar en stor roll när det kommer till att attrahera investerare.

Informationsasymmetri

I Henrys undersökning (2008) har det påvisats att pressmeddelanden har blivit allt viktigare för företag. Som bevis för detta ökade längden på pressmeddelanden mellan år 1980 och år 1999 från i genomsnitt 517 ord till mer än 2400 ord. Genomsnittslängden vi erhöll för pressmeddelanden var 2658 respektive 3367 ord, vilket skulle kunna tyda på att längden på pressmeddelanden än idag fortsätter att växa. Däremot kan vi inte i likhet med Lang och Lundholm (2000) säga att företag vilka ämnar göra en nyemission också tenderar att minska informationsasymmetrin. Medelvärde på antal pressmeddelanden skiljde sig mycket marginellt åt (5.62, 5.49) mellan grupp A och B, och dessutom utan signifikans. Lang och Lundholm (2000) mätte dock informationsasymmetri-förändringen med en annan metod. De utgick istället från teckningsperioden och samlade in data från 18 månader innan och 18 månader efter, för att avgöra förändringen över tid. Om vi istället hade tagit alla pressmeddelanden under en period på tre år, där företagen genomförde emissionen under det andra året, och jämförde förändringen över tid så hade vi kanske fått ett resultat som stämde mer överens med Lang och Lundholms slutsats. Företag som genomför nyemissioner är inte alltid tydliga med den bakomliggande orsaken till varför nyemissionen kommer att behöva göras. Aktieägare behöver då göra egna tolkningar och teorier, vilket leder till att osäkerheten bland aktieägare ökar eftersom de inte har tillräcklig med information. Därför förväntade vi oss att grupp B skulle släppa mer pressmeddelanden för att blidka osäkerheten bland aktieägare men resultatet visade att det inte föreligger någon skillnad. Resultatet hade möjligen blivit annorlunda om vi jämförde antal släppta pressmeddelanden 6 månader innan grupp B kungjorde sin nyemission, för att se om de släppte mer pressmeddelanden än företag som inte gjorde nyemissioner 6 månader innan kungörelsen av en nyemission. På så vis hade rimligen nyemissioners effekt på antalet pressmeddelanden fångats in bättre.

Tonläget mätte vi genom att ordanalys-programmet DICTION fick analysera samtliga pressmeddelanden släppta år 2018 från de 136 företag inkluderade i studien. Tonläget i pressmeddelandena analyserades efter två av DICTIONs fem mastervariabler där hur optimistiska företaget var i text var den ena, och hur aktiva företaget i text ville ge uttryck för att vara, den andra.

Optimism

Resultatet vid jämförelse mellan gruppernas medelvärde som utgjordes av mastervariabeln optimism var att det fanns i princip ingen skillnad på optimism i texterna. Utfallen av medelvärdena låg marginellt under 50 poäng, vilket innebär att bägge företagsgrupperna hade ett i princip neutralt tonläge när det kommer till optimism. Det fanns heller ingen signifikant skillnad. Grupp A hade ett högre medelvärde på den positiva under-variabeln "*praise*" jämfört med Grupp B. En förklaring till det kan vara att eftersom grupp A i genomsnitt hade betydligt högre omsättning och avkastning på eget kapital jämfört med grupp B, kan tonen avspeglar sig i pressmeddelanden som exempelvis är relaterade till kvartalsrapporter, årsrapporter och andra finansiella rapporter, där grupp B förmodligen inte har lika positiva kommentarer till det ekonomiska utfallet som grupp A hade. Att inte behöva genomföra nyemissioner tolkas som något positivt eftersom företagen då kan stå på egna ben eller sköta den ekonomiska finansieringen genom lån från kreditinstitut istället för att behöva vända sig till sina aktieägare.

Activity

När mastervariabeln för tonläget "*activity*" testades visade det sig att det fanns en signifikant skillnad mellan grupperna med en signifikansnivå på 95%. Dock till vår förvåning, och möjligtvis tvärtemot vad tidigare forskning pekat på, var det den gruppen företag som inte anskaffat externt kapital via nyemissioner som i text verkade vilja utge sig för att vara mest aktiva. Vad som ytterligare var anmärkningsvärt här var att ingen av grupperna hade över 50 i poäng i medelvärde. Det betyder att i snitt så tenderar ingen av företagsgrupperna att använda fler ord och termer som ger intrycket av att vara aktiva jämfört med passiva. Man skulle alltså kunna tolka resultatet som att företag i snitt använder sig av något återhållsamma termer i sin kommunikation, vilket var förvånande över lag, men möjligtvis logiskt i grupp Bs fall.

Ett annat intressant resultat och en av förklaringarna till mastervariabeln *activity*s resultat var att grupp B i genomsnitt uttryckte sig tre gånger så passivt som grupp A (5.1, 16.4). *Passivity* var en av de negativa undervariablerna och beståndsdelarna till mastervariabeln *activity*. Detta kan möjligtvis förklaras av att ledningen i sin kommunikation med marknaden är tvungna att motivera den planerade nyemissionen till sina befintliga och eventuella nya ägare. Ord och termer som kan associeras med att företaget annars inte kan utföra sina intentioner skulle säkerligen kunna identifieras i denna motivation, vilket förmodligen återspeglas och ger utslag på undervariabeln *passivity*.

Grupp A hade ett lägre medelvärde jämfört med grupp B när den positiva undervariabeln *accomplishment* testades, (15,4) respektive (17,1). Testet gav oss en signifikansnivå på 95%. Grupp B uttryckte sig alltså mer i text som att de uppnått och klarat av saker jämfört med grupp A, vilket är det första resultatet som kan sägas överensstämma med vår hypotes; att företag vilka är i behov av kapital har ett mer säljande sätt i deras textstruktur. Dock kan vi inte enbart på grund av undervariabeln *accomplishment* förkasta nollhypotesen att det skiljer sig mer än på just denna punkten.

Avkastning på eget kapital och tonläget

Den andra hypotesen syftade till att besvara frågan om det förekom en skillnad i tonläget på pressmeddelanden av de företag som tillämpat nyemissioner beroende på hur de presterat med avseende på avkastningen på aktieägarnas insatta kapital. Företagen med lägre avkastning på eget kapital inom grupp B hade i genomsnitt en positivare ton i sina pressmeddelanden jämfört med de företagen med högre avkastning. Detta kan tolkas som att en positivare ton används för företag det går sämre för som metod att blidka aktieägarnas

osäkerhet som den dåliga avkastningen frambringar och därmed behålla deras förtroende. Enligt principal-agentteorin föreligger en informationsasymmetri mellan aktieägare och företagsledning, och priset för den här informationsasymmetrin ges i uttryck av att aktieägare kräver en gedigen avkastning på investerade pengar. Det anses vara det övergripande kravet på företagsledningen från aktieägarna. Presenteras inte bra resultat kan man tänka sig att aktieägare till slut ställer sig likgiltiga till den positiva tonen (Watson et.al, 2002). Detta har Henry i sin avhandling (2008) som nämndes tidigare kommit fram till; att den positiva tonen endast upp till en viss gräns genererar abnormal avkastning. En tolkning av vad denna gränsen innebär kan alltså vara att aktieägare till slut tappar förtroendet när resultaten och tonen under en för lång tid pekar åt olika håll. Lang och Lundholm (2000) beskriver i sin studie att det finns två olika typer av pressmeddelanden som i regel genererar en optimistisk ton. Den ena typen är de pressmeddelanden som minskar informationsasymmetrin genom att bidra med konkret insiderinformation och den andra typen är de pressmeddelanden som endast är till för att hypa aktiekursen genom att anspela på positiva känslor och framtidstro. Den första typen genererar en positiv och stabil kursutveckling under lång tid och upplever en liten kursnedgång vid kungörelsen, medan den senare upplever en stor kursnedgång vid kungörelsen samt en efterföljande negativ trend.

Kapitalstrukturen

Den tredje hypotesen syftade till att besvara frågan om kapitalstrukturens egenskaper hade en påverkan på tonläget. Att företagen med lägre soliditet inom grupp B visade sig ha en positivare ton kan vara på grund av att de är extra måna om att ge en positiv bild till utomstående intressenter. Företag med en låg soliditet siktar rimligtvis inte på att sänka den ytterligare, vilket gör att de behöver attrahera externt kapital som inte representeras av lån. Det var en signifikant skillnad inom grupp B, vilket skulle kunna tala för att företagen som hade en lägre soliditet var mer benägna att få igenom en nyemission. Den positiva bilden utåt är viktig för att kreditinstitut och aktieägare ska ha förtroende för företaget och hjälpa till med finansieringen. Låg soliditet anses vara negativt och bör undvikas. Därför skulle man kunna ha aningar om att företag med lägre soliditet behöva överkompensera den negativa aspekten med en överdrivet positiv ton. På samma vis som företag försöker knyta till sig kunder genom reklamfilmer försöker alltså företag i princip marknadsföra sig själva och skapa positiva känslor och ett bättre anseende bland sina nuvarande och potentiella aktieägare genom tonläget på sina pressmeddelanden.

Människor styrs till viss del av känslor och agerar inte alltid rationellt. Företag kan på så vis i viss mån antagligen manipulera aktieägare genom att frambringa positiva känslor genom att använda sig av vissa typer av ord. Att investera i företag med en låg soliditet innebär en större risk för aktieägarna. Den höga skuldsättningsgraden och att företagen är av mindre storlek gör det svårare för företagen att klara av motgångar som utvecklingsföretag inte sällan stöter på, vilket skulle kunna öka risken för en eventuell konkurs. En tanke är att investerare i First North möjligen är mindre riskaverta och ute efter hög avkastning under en kort tidsperiod jämfört med de som investerar på andra kapitalmarknader med större och stabilare företag. Därför kan man tänka sig att det kan vara en bra metod för de företag med låg soliditet att ha en positiv ton för att bättra på sitt anseende och vinna aktieägarnas förtroende.

Kritisk diskussion

Flera resultat som uppnåddes i denna studie var inte i linje med vad tidigare forskning hade kommit fram till. Exempelvis hade både Lang och Lundholm (2000) och Henry (2008) nått slutsatsen att företag som tillämpar nyemissioner i regel har en positivare ton i

pressmeddelanden jämfört med företag som inte tillämpar nyemissioner, vilket vi inte kunde konstatera i denna studie.

En möjlig anledning till att vi inte fick fram resultatet som de tidigare studierna konstaterat var för att vår studie endast innehöll ungefär 70 observationer från varje grupp, vilket kan ha påverkat signifikansen i t-testen. Om undersökningen skulle innehållit fler observationer hade man dock fått byta lista eller gjort en större och mer omfattande studie. Eftersom enbart 136 företag på First North släppte sina pressmeddelanden på engelska enligt söksajten Factiva så var det ett problem vi inte kunde lösa utan att göra större fundamentala förändringar i studien. Tidsmässigt hade det även varit svårt att hinna med datainsamlingen av en betydligt större population då mycket av datainsamlingen skedde manuellt, vilket var tidskrävande. Anledningen till att företag på First North var angeläget att studera var att Nasdaq inte har en riktigt lika hård reglering jämfört med de lite större listorna.

Till skillnad från Lang och Lundholm (2000) fick vi alltså inte samma resultat när det kommer till förändringen i informationsasymmetri inför nyemissioner. Vi hade möjligen kunnat göra mer korrekta slutsatser rörande sambandet mellan nyemissioner och tonen i pressmeddelanden om samtliga företagen i båda grupperna var exakt lika många, stora, hade ungefär lika stor avkastning och tillhörde samma bransch men det var inte möjligt på med tidsramen som vi var tvungna att förhålla oss till. Dessutom hade det givit ett mer precist resultat om vi jämförde tonen under tre stycken sex månaders intervall för att se om det skiljde sig i tonläge mellan grupperna. Exempelvis hade vi kunnat jämföra tonen under 6 månader innan en nyemission med motsvarande period för kontrollgruppen, för att på ett bättre sätt fånga upp nyemissionens effekt på tonläget. Sedan hade vi kunnat jämföra tonläget under 6 månader, 18 månader efter en nyemission med kontrollgruppen, för att se om det tonläget skiljde sig. Men vi valde att endast undersöka tonläget under 2018 då vår studies fokus snarare låg på förändring i tonläget vid behov av externt kapital.

Tidigare forskning

Lang och Lundholms (2000) resultat visade att tonen i pressmeddelanden mellan företag som gör nyemissioner och de som inte genomför nyemissioner endast skiljer sig signifikant 6 månader innan kungörelsen av en nyemission. När de jämförde över ett helt år fann de inte någon signifikant skillnad. I vår studie hade vi alltså i det hänseendet resultat som stämde överens med Lang och Lundholms, då vi inte fann någon skillnad mellan gruppernas tonläge under 2018.

En annan intressant faktor som förmodligen har en inverkan på tonläget för företag överlag är hur stor ägarandel företagsledningen själva har i företaget. Man kan misstänka att företagsledningar som äger större delen av företagets aktier även har större incitament att manipulera aktiekursen till sin fördel genom att exempelvis utnyttja informationsasymmetrin och tonläget i pressmeddelandet. En annan anledning till varför vi möjligen fått så skilda resultat i jämförelse med Lang och Lundholms studie rörande den positiva tonen kan ha att göra med att ägarstrukturen skiljer sig mellan svenska och amerikanska företag. Svenska dagbladet skriver i en artikel att det utländska ägandet i Svenska börsnoterade företag ökar kraftigt (Svd, 2017). Det stora utländska ägandet kan förklara varför tonen i svenska företag i First North överlag inte ens nådde en neutral ton. Företagsledningen i svenska bolag som är ett stort utländskt ägande kanske inte bryr sig inte lika mycket hur det går på kort sikt eftersom det inte är deras pengar som påverkas. Medan företag i USA förmodligen ägs till stor del av företagsledningen själva så är de mer måna om att uttrycka sig positivt och manipulera aktiekursen.

I USA fokuserade företagen tidigt på vilket anseende man hade bland investerare. Anseendet var en viktig aspekt i redovisningen och där har man haft en betydande aktiemarknad sedan 1870-talet. I Sverige fick man en betydande aktiemarknad långt senare, vilket har gjort att

redovisningens fokus legat på att ge skattemyndigheter och kreditgivare den informationen de har efterfrågat. I USA har regleringen snarare i större uträkning skett genom bedömningar gjorda av revisorer som inte med hjälp av domstol lika lätt kan dömas, eftersom vad som är rätt och fel inte är lika glasklart som när redovisningen är utformad efter skattelag som i Sverige. Denna skillnad i hur redovisningen historiskt sätt varit utformad förklarar förmodligen varför USA i en större utsträckning än Sverige präglats av redovisningsmanipulationer och skandaler än i Sverige, vilket i sin tur kan vara en ytterligare förklaring till varför amerikanska företag i större utsträckning har ett positivare tonläge i sina pressmeddelanden jämfört med svenska företag. Det omoraliska beteendet som härstammar från historien finns förmodligen kvar än idag, även om det ges i uttryck på ett annat sätt, nämligen genom att uttrycka sig mer positivt i text (Marton, Pettersson, Lundqvist, 2018).

Artikeln från Loughran och McDonald (2011), visade i sin studie att tre fjärdedelar av orden som klassificeras som negativa av DICTION inte har en negativ innebörd när de används i pressmeddelanden som är kopplade till ekonomiska rapporter. Vi har i denna studie inte tagit reda på hur stor andel av de pressmeddelanden vi analyserat som är så kallade "economical press releases". Således är det viktigt att belysa att dessa "tonvariabler" riskerar att ge en skev bild av det egentliga tonläget, om de inte är använda eller kontrollerade för i rätt kontext. Tonläget enligt DICTION hade förmodligen blivit ännu mer pricksäkert om vi hade uteslutit denna typ av pressmeddelanden.

Slutsats

Slutsatsavsnittet kommer att konkret sammanfatta studiens resultat, samt ge förslag på vidare forskning.

Alla företag behöver kapital för att överleva. Noterade företag förser sig med kapital genom intäkter, egna insättningar, lån eller nyemissioner. Studiens syfte var att besvara frågeställningen om huruvida företag som ämnar att erhålla externt kapital via nyemissioner tenderar att låta positivare i sin kommunikation med marknaden jämfört med företag som skaffar sitt kapital på annat sätt. Bakgrunden till syftet var att se om företag försöker sälja in en positivare bild av sig själva när det föreligger ett behov från kapitalmarknaden. För att besvara frågeställningen formulerades tre olika hypoteser som testades utifrån en kvantitativ strategi. Först analyserades tonläget på 136 olika företags samtliga utgivna pressmeddelanden från 2018 genom språkanalys-programmet DICTION 7. Resultatet vi fick genom t-test var att företag som genomför nyemissioner i genomsnitt inte uttrycker sig mer optimistiskt text jämfört med företag som inte genomfört nyemissioner under de senaste åren. Vi fann inte heller att det förelåg någon statistisk signifikans mellan grupperna i den mängd information som gavs ut av företagen. Antalet utgivna pressmeddelanden och längden på texterna mätt i ord var enligt T-testen inte signifikant åtskilda.

Vad denna studie däremot kom fram till var att inom de företag som tillämpat nyemissioner tenderar företag med en lägre soliditet låta mer optimistiska i deras pressmeddelanden jämfört med de företag som har en jämförelsevis högre soliditet. Detta resultat kan till viss del sägas besvara forskningsfrågan, men också antyda att forskningsfrågan kunde varit ställd på ett annorlunda sätt. Vad resultatet egentligen säger är att de företag som är mer benägna att införskaffa externt kapital från kapitalmarknaden, också försöker ge en positivare bild av företaget till dess intressenter. Man skulle alltså kunna dra slutsatsen från denna studie att graden av behov av kapital kan synas i sättet företagen kommunicerar med marknaden. Vad som ytterligare styrker denna slutsats är att det även fanns en statistisk skillnad i tonläget på företag som gjort nyemissioner beroende på hur bra avkastning de haft på eget kapital. De företag som haft en lägre avkastning på eget kapital hade en mer optimistisk ton i deras kommunikation jämfört med de företag som hade en högre avkastning på eget kapital inom den undersökta gruppen. Att 44 av totalt 67 företag befann sig under medianavkastningen, medan endast 23 av 67 befann sig över den kan förklaras av att det var i just gruppen nyemissioner som testet utfördes. Av populationen så hade de företagen som tillämpat nyemissioner också överlag presterat sämre vilket kan tyckas vara logiskt eftersom det förmodligen är en av anledningarna till att de behöver tillämpa nyemissioner.

Förslag på vidare forskning

En fråga som väckts och hade varit intressant att undersöka är om tonen bland företag generellt i First North är positivare än tonen i exempelvis Large Cap Stockholm. En antydning är att så är fallet eftersom företag på First North förmodligen tillämpar fler nyemissioner och är på så vis mer beroende av att jobba på deras anseende för att attrahera externt kapital. Många företag på First North är i ett forsknings eller tillväxt-stadie och har kanske därför inte tillräckliga intäkter för att på egen hand finansiera sin operativa verksamhet och sina tillväxtambitioner. Företag på de större listorna har förmodligen ett färdigt koncept och har genom tillverkning och försäljning av produkter och tjänster också intäkter vilket gör att dem kan stå på sina egna ben och växa organiskt. Det hade därför varit intressant att undersöka om det föreligger någon skillnad i tonläge mellan listorna.

Vidare hade det med tanke på denna studiens resultat varit intressant att göra en mer omfattande studie som innehåller både en större population och fler finansiella nyckeltal samt sträcker sig över tid. Tidsaspekten är extra intressant eftersom man skulle kunna illustrera hur stort behovet av kapitaltillskott skulle kunna vara baserat på trender inom relevanta nyckeltal, samt se om tonläget och behovet korrelerar över tid och omfattning av kapitalbehovet.

Aktieåterköp är även en intressant aspekt, där tidigare forskning visar att företagsledningen köper egna aktier i företaget när kursen står väldigt lågt och sedan säljer när kursen är högre. Det skulle vara intressant att undersöka om huruvida företag i First North manipulerar aktiekursen vid aktieåterköp genom att ändra tonläget på sin kommunikation efter ett aktieåterköp samt innan ett aktieåterköp. Exempelvis har Tama-Sweet (2014) påvisat i sin studie, där 20000 företags pressmeddelanden analyserades från 1998 till 2007, att det finns ett positivt samband mellan förändring i den optimistiska tonen i pressmeddelanden och företagsledningens försäljning av egna aktierna i företaget.

Referenslista

Artiklar

Akerlof, George A. 1970. The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500

Barclay, Michael & Litzenberger, Robert. 1988. Announcement effects of new equity issues and the use of intraday price data. *Journal of Financial Economics*, May 1, 1988, Vol.21(1), p.71

Baker, Malcom & Wurgler, Jeffrey. 2002. Market timing and capital structure. *Journal of Finance* 57, no. 1, pp. 1–32.

Dierkens, Nathalie. 1991. Information asymmetry and equity issues. Vol. 26, No. 2 (Jun., 1991), pp. 181-199 (19 pages)

Fama, Eugene F. 2018. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance* Vol. 25, No. 2

Henry, Elaine. 2008. Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, Vol. 45(4), 363-407, 2008

Lang, H. Mark & Lundholm, Russell J. 2000. Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock. *Contemporary Accounting Research*, vol. 17, issue 4, 623-662

Loughran, Tim & McDonald, Bill. 2011. When is a liability not a liability? *Journal of Finance*, 2011, vol. 66, issue 1, 35-65

Lucas, Deborah J & McDonald, Robert L. 1990. Equity issues and stock price dynamics. *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4 (Sep., 1990), pp. 1019-1043 (25 pages)

Mowery, Bernice D. 2011. The paired t-test. *Pediatric nursing*, 2011, Vol.37(6), pp.320-1

Myers, Stewart C. 1984 The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3

Spence, Michael. 1973. Job market signaling. *The quarterly journal of economics*, vol. 87, no. 3.

Svenska Dagbladet. (2017) www.svd.se. Elektronisk. [Tillgänglig 15-05-2019] Hämtat från: (<https://www.svd.se/har-ar-de-svenskaste-borsbolagen>)

Tama-Sweet, Isho. 2014. "Changes in earnings announcement tone and insider sales" *Advances in accounting*, Elsevier, vol. 30(2)

Böcker

Marton, Jan.; Pettersson, Anna Karin & Lundqvist, Pernilla. 2018. IFRS: i teori och praktik. 5. uppl. Stockholm: Sanoma utbildning.

Merchant, Kenneth & Van der stede, Wim. 2017. Management control systems. 4. uppl. Edinburgh: Pearson education limited

Marton, Jan & Johansson, Pautch. Externredovisning. 2013

Watson, A., Shrives, P., & Marston, C. (2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, 34(4), 289-313.

Jacobsen, Dag Ingvar & Thorsvik, Jan. 2015, hur moderna organisationer fungerar. 4 uppl. Stockholm: Studentlitteratur AB.

Bilaga 1

Optimism

Associationer	Exempel på poänggivande ord
PRAISE	
Sociala kvaliteer	Dear, delightful, witty
Fysiska kvaliteer	Mighty, handsome, beautiful,
Intellectuella kvaliteer	shrewd, bryght, vigiland, reasonable,
Entreprenöriella kvaliteer	Successful, conscientious, renowned,
Morala kvaliteer	Faithful, good, noble
SATISFACTION	
Positiva lägen	Cheerful, passionate, happiness
Uttryckande glädje	Thanks, smile, auspicious
Njutbar avledning	Excited, fun, lucky
Triumfer	Celebrating, pride, auspicious
Omvårdnande ord	Healing, encourage, secure, relieved
INSPIRATION	
Morala kvaliteer	Faith, honesty, self-sacrifice, virtu
Attraktiva kvaliteer	Courage, dedication, wisdom, merc
Sociala och politiska ideal	Patriotism, success, education, justice
BLAME	
Social missanpassning	fascist, blood-thirsty, repugnant, malicious
Oplanerade förändringar	weary, nervous, painful, detrimental
rena förringningar	cruel, illegitimate, offensive, miserly
HARDSHIP	
Naturkatastrofer	earthquake, starvation, tornado, pollution
Fientliga handlingar	killers, bankruptcy, enemies, vices
Lömska beteenden	infidelity, despots, betrayal
Oönskade politiska handlingar	injustice, slavery, exploitation, rebellion
Fruktan	grief, unemployment, died, apprehension
Otillräckliga kapaciteter	error, cop-outs, weakness
DENIAL	
Negativa kontraktioner	aren't, shouldn't, don't
Negativa funktionsord	nor, not, nay
Tomhet	nothing, nobody, none

Activity

Associationer	Exempel på poänggivande ord
AGRESSION	
Fysisk energi	blast, crash, explode, collid
Socialt övertag	conquest, attacking, dictatorships, violation
Målmedvetenhet	crusade, commanded, challenging, overcome
Personliga triumfer	mastered, rambunctious, pushy
Överflöd av energi	prod, poke, pound, shove
Genomarbete	dismantle, demolish, overturn, veto
Motståndskraft	prevent, reduce, defend, curbed
ACCOMPLISHMENT	
Slutförda uppdrag	establish, finish, influence, proceed
Organiserad	motivated, influence, leader, manage
Kapitalisering	buy, produce, employees, sell
Tillväxt	grow, increase, generate, construction
Duglighet	handling, strengthen, succeed, outputs
Styrbarhet	agenda, enacted, working, leadership
COMMUNICATION	
Kommunikation	listen, interview, read, speak
Medial närvaro	film, videotape, telephone, e-mail
Nivå på förbindelse	translate, quote, scripts, broadcast
Typ av förbindelse	chat, declare, flatter, demand
Socail aktör	reporter, spokesperson, advocates, preacher
Socialt syfte	hint, rebuke, respond, persuade
MOTION	
Rörelse	bustle, job, lurch, leap
Processer	circulate, momentum, revolve, twist
Resor	barnstorm, jaunt, wandering, travels
Hastighet	lickety-split, nimble, zip, whistle-stop
Sätt att färdas	ride, fly, glide, swim
COGNITIVE TERMS	
Lärdomar	learn, deliberate, consider, compare
Domäner för lärdomar	biology, psychology, logic, economic
Mentala utmaningar	question, forget, re-examine, paradoxes
Utbildning	graduation, teaching, classrooms
Intentioner	invent, perceive, speculate, interpret
Rationalitet	estimate, examine, reasonable, strategies
Kalkylerande	diagnose, analyze, software, fact-finding
PASSIVITY	
Medgörlighet	allow, tame, appeasement
Avslut	arrested, capitulate, refrain, yielding
Passivitet	backward, immobile, silence, inhibit
Ointresse	unconcerned, nonchalant, stoi
Lathet	quietly, sleepy, vacation

Bilaga 2

Mastervariabler

Subvariabler

Företagsnamn	Grupp	Oms.	Anställda	ROE %	Solid %	Pm	Optimism	Activity	Praise	Satisfac.	Insp.	Accomp	Motion	Aggr.	Com.	Blame	Hards	Denial	Pass.	Emb.	Cogn.
A1M Pharma	B	0	1305	-211,6	73.2	13	49,46	48,83	2,43	2,78	0,5	15,86	0,09	2,96	7,41	0,13	3,7	0,73	5,2	0,34	11,4
ALLGON	B	200174	882	-1	51.1	5	49,82	48,75	0,5	1,75	1	17,06	0,75	2	6,88	0,25	0	0	6,86	0,21	11
Acarix	A	638	701	-23,8	96.2	19	47,05	52,66	0,98	0,61	2,29	10,07	3,96	5,09	12,3	2,2	3,5	1,63	3,09	0,41	10,5
Acconeer	A	13067	589	-10,4	91.8	1	51,24	50,69	2	1,5	9,74	15,18	3,5	0,5	5,29	0	0	1	2,5	0,25	10,1
AdderaCare	B	128158	450	9	46.4	2	50,12	47,31	0	2,92	0	19,01	0	0	7,91	0	0	0	8,77	0,06	14,6
Aino Health .	B	19385	330	-144,7	70	17	51,28	50,32	1,5	2,04	19,7	25,3	1,19	3,44	8,4	2,03	1,1	0,27	2,76	0,53	14
et Fastator	A	125412	322	9	67	1	50,17	44,28	0	3,07	0	15,34	0	0	6,14	0	0	0	11,3	0,14	21,5
AlzeCure Pharma	A	1029	296	-20,9	92.6	2	49,23	51,06	0,64	3,93	3,29	10,78	0	4,28	10,1	0	3,1	3,57	2,48	0,14	10,1
Annexin pharma	B	3974	294	-126,5	79.2	3	49,32	-35,31	0,38	1,5	1	7,5	0	0	4,06	0	0	2	253	0,56	7
Arc Aroma Pure	A	40917	275	18,7	86.7	12	52,21	45,3	9,18	2,26	2,04	13,94	0,07	1,52	9,43	0,03	1,4	0,1	5,05	1,14	16,8
AroCell	B	502	258	-37	94.3	15	48,96	45,99	0,66	0,38	0,5	25,8	0,16	0,23	2,39	0,01	1,5	0,26	16,3	0,21	3,42
Aros Bostadsutveckling	A	72290	243	3,6	82.5	1	48,08	51,89	1	1	1,5	15,2	0,5	4,07	13,9	0	1,5	5,13	3,22	0,43	7,07
Artificial Solutions Int.	A	26960	241	-65,1	63.1	2	48,94	46,8	1,32	2,65	0	17,2	0	0	7,16	0	0	5,29	7,94	0,14	15,9
Asarina Pharma	A	1674	224	-327,4	76.6	3	51,04	50,87	2,28	4,37	5,3	17,07	0,25	2,09	8,09	0	1,8	1,5	1,96	0,27	7,67
Azelio	A	78602	219	-41,1	82.7	2	49,54	50,16	1,5	2,58	2,5	13,3	0	3,74	9,72	0	1,1	3,32	3,21	0,44	8,56
BIMObject	B	86934	179	-39,5	69.6	12	50,75	49,23	2,96	1,53	3,54	27,6	0,97	0,75	9,03	0	0,1	0,56	5,88	0,3	14,8
Biovica Int.	A	9945	163	-24,4	91.3	7	50,28	49,03	3,62	0,84	0,78	17,7	0,5	0,81	10,8	0,06	0,3	0,31	5,84	0,26	12,7
Bredband2 i skand.	A	526871	145	34,2	39.8	1	50,28	47,94	0	3,4	0	17,01	0	0	16	0	0	0	10,2	0,08	17
CAG Group	A	394961	140	36,9	31.8	1	48,65	49,56	1,5	2	2	15,47	0	3,58	11,1	0,5	1,3	4,16	4,9	0,56	9,33
CELLINK	B	64443	129	0,6	95.5	2	48,35	50,51	0,62	0,62	1	13,6	0	3,87	8,25	0	1,1	3,49	3,9	0,15	8,85
Cell Impact	B	5384	119	-79,2	78.1	2	50,06	47,43	0	2,76	0	17,96	0	0	7,47	0	0	0	8,29	0,06	13,8
ChromoGenics	B	7051	110	-763,8	10.5	3	49,22	-35,24	0,29	1,5	0,5	8	0	0	4,06	0	0	2	253	0,55	7
Cibus Nordic Real Estate A	A	182969	108	2,5	42.2	3	48,94	50,16	0,75	0,75	0,75	18,32	0,25	1,88	11,2	0	0,6	2	1,46	0,64	10,1
Cimco Marine	B	36807	105	-37	75.7	7	50,41	46,42	0,34	3,82	0,56	14,81	0,25	0,84	6,55	0,09	0,4	0,03	8,56	0,17	16,6
Cinnober fin. Technolog A	A	390664	98	-55,6	47.3	6	47,71	47,7	1,38	0,38	0,69	15,38	0	1,81	7,89	1,38	2,1	1,85	8,1	0,54	7,29
Clemondo Group	B	300897	97	-17,8	13.4	2	48,56	47,86	0	2,73	0	17,76	0	1,37	7,39	0	0	5,46	8,2	0,06	13,7
Climeon	A	31684	84	-25,9	82.3	2	51,18	51,85	3,7	3,82	4,53	14,39	5,64	3,03	5,32	0,61	0,6	1,21	4,93	0,5	5,32
Clinical Laserthermia sys B	B	15810	79	-64,4	73.4	8	50,71	48,25	5,12	0,83	3,01	14,19	0,86	3,26	5,27	0,25	0,3	0,9	5,56	0,66	8,03
CombiGene	A	3450	67	-137,6	80	2	50,21	51,72	1,5	4,37	4,24	15,6	0	4,37	10,3	0	1,6	3,49	2,16	0,2	8,73
Confidence Int.	B	124911	65	-35,5	35.2	2	49,7	47,44	0	2,74	8,22	17,81	0	0	7,41	0	0	5,48	8,22	0,06	13,7
Corline Biomedical	B	8712	64	-17	89.3	1	49,29	46,84	0	0	1,45	4,36	0	0	5,36	0	0	0	3,41	0,63	7,81

Cortus Energy	B	12839	62	-49,4	51.6	5	49,67	46,3	0,75	2,17	0,5	13,27	0	1	6,52	0,5	0,3	0,25	6,68	0,63	12
Crunchfish	B	5526	55	-55,2	85.5	2	50,11	47,33	0	2,9	0	18,84	0	0	7,84	0	0	0	8,7	0,06	14,5
Curando Nordic	A	13867	52	-398,3	31.4	4	50,13	49,12	0	4,5	0	25,52	0	0	6,41	0	0	2	3	0,52	9
Cyxone	B	0	49	-23,8	90.4	9	49,26	46,13	2,23	0,66	0,5	29,51	0,25	0,51	2,5	0,01	1,9	0,64	14,9	0,24	7,01
DevPort	A	235406	48	39,5	45.7	2	49,28	39,97	1,5	1,38	1,81	8,56	0	0,78	6,12	0,19	2	0,94	26	0,77	6,41
Dignitana	B	17458	47	-82,9	62.1	6	50,31	47,53	1,25	3,52	1,38	12,96	0	2,15	6,99	0,25	1,1	0,25	6,78	0,26	13,4
DistIT	A	1.8e+06	45	15,9	30.5	1	50,09	44,1	0	2,84	0	14,2	0	0	5,68	0	0	0	10,4	0,15	22,7
ENLS	A	244618	44	21,5	78.5	1	50,22	46,71	0	3,23	0	16,13	0	0	8,73	0	0	0	9,68	0,05	16,1
Ellen	B	23021	44	-78,1	71.5	2	49,36	47,09	0	3,39	0	16,95	0	0	9,17	0	0	3,39	8,48	0,06	17
Enorama Pharma	B	12696	44	-119	47.5	2	50,07	47,41	0	2,79	0	18,11	0	0	7,54	0	0	0	8,36	0,06	13,9
Enzymatica	B	30418	42	-27,9	82.7	19	48,29	48,34	0,7	1,69	1,87	11,73	0,19	1,89	8,94	0,03	3,5	2,97	5,54	0,23	13,6
ExpreS2ion Biotech	B	9795	41	-174,4	39.1	2	50,07	47,16	0	2,78	0	18,06	0	0	7,52	0	0	0	8,33	0,06	15,3
Fluicell	A	1076	40	-78	83.1	1	52,65	49,25	0	8,02	5,35	13,37	0	2,67	7,24	0	0	0	2,67	0,06	16
Footway Group	A	505242	37	6,1	61.1	2	48,93	51,14	0	2,04	2	15,43	0	3,62	9,64	0	1	3,15	3,02	0,14	9,27
GASPOROX	B	202448	37	-39,1	71.2	2	50,09	47,37	0	2,85	0	18,52	0	0	7,71	0	0	0	8,55	0,06	14,2
GWS Production	B	27322	36	-61,4	66.1	12	49,57	19,95	1,72	1,07	2,08	8,58	1,03	1,74	3,27	0	2,2	0,07	87,4	0,72	6,8
Gather	A	3011	34	-21,7	95	2	49,97	50,33	2,07	4,21	3,64	10,14	0	3,64	9,59	0,5	1,6	3,28	2,02	0,34	9,57
Gapwaves	B	11552	33	-102,3	63.9	2	50,08	47,4	0	2,81	0	18,26	0	0	7,6	0	0	0	8,43	0,06	14,1
Global Gaming 555	A	458042	32	53,1	83.5	1	50,93	49,62	3,47	3,48	3,69	17,75	2,5	3,97	7,14	0	2	0,98	4,8	0,64	11,9
GomSpace Group	B	96405	31	-35,9	59.2	20	50,12	49,58	2,38	0,82	1,03	13,45	3,8	0,63	5,36	0	0,2	0,02	5,03	0,53	7,47
Green Landscaping	A	805151	30	-23,1	1	2	49,93	49,02	2,5	3,06	2	14,69	1	3,69	9,48	0	1,1	3,25	6,63	0,64	8,44
Götenehus Group	A	1.1e+06	28	34,7	35.3	1	49,86	44,85	0	2,2	0	11,01	0	2,2	6,61	0	0	0	8,81	0,19	24,2
HANZA	B	1.4e+06	28	6,3	40.2	2	50,08	47,39	0	2,82	0	18,31	0	0	7,62	0	0	0	8,45	0,06	14,1
Hancap	A	802736	26	597,6	-2,9	2	49,31	44,54	0	2,11	1,05	7,37	0	4,21	3,9	1,05	0	0	8,78	0,13	25,3
Hedera Group	B	8593	25	38,9	16.8	3	49,95	48,02	0	3,54	0	9,74	0	0	7,61	0	0,4	1	6,08	0,15	9,55
Hemcheck Sweden	A	2860	25	-19,6	86.7	1	50,69	49,82	0,56	2,96	2,96	17,75	0	2,96	8,01	0	0	0	2,96	0,12	14,8
Hitech & Development	B	18615	24	-37,1	79.7	17	50,17	48,41	2,56	0,68	1,63	18,99	1,32	2,54	3,11	0,01	0,2	0,03	4,75	0,61	9,1
Hövding Sverige	A	66984	24	-119,2	58.5	2	50,05	47,44	0	2,74	0	17,81	0	0	7,41	0	0	0	8,22	0,06	13,7
I-Tech	A	18964	24	-22,8	61.7	1	48,42	50,08	1,06	0	1	18,5	0	1,92	4,89	0	2,9	1	1,8	0,38	6,35
IRL Therapeutics	A	1216	24	-36,3	95.1	2	48,19	50,83	0,5	0	1,51	14,59	0,25	2,51	9,17	0	1	3,52	3,52	0,16	7,55
IRRAS	A	12617	23	-19,3	96	11	50,76	49,49	1,11	3,31	3,02	22,55	0,02	3,59	7,12	0	0,5	0,27	7,49	0,21	9,28
ISR Immune sys.	A	5	21	-143,1	87	1	49,82	50,49	0	2,08	0	18,75	0	8,33	5,64	0	0	0	6,25	0,07	12,5
Iconovo	A	22472	20	7,4	77.7	2	50,73	51,15	1,5	6,37	4,25	14,25	0	3,87	10,3	0,5	1,1	3,49	2,16	0,26	9,36
InCoax Networks	A	2830	20		11.6	1	50,04	49,17	0	2,72	0	13,59	0	2,72	7,35	0	0	0	2,72	0,08	16,3

DICTION 7

Mastervariabler

Subvariabler

Företagsnamn	Grupp	Oms.	Anställda	ROE %	Solid %	Pm	Optimism	Activity	Praise	Satisfac.	Insp.	Accomp	Motion	Aggr.	Com.	Blame	Hards	Denial	Pass.	Emb.	Cogn.
InDex pharma	B	113	19	-69,5	82.6	17	48,19	48,68	1,09	1,31	1,46	16,71	0,09	4,33	3,6	0	6,4	0,07	7,2	0,25	8,13
Integrum	B	20464	19	-104,9	68.2	5	49,45	47,96	0	0,75	1,94	6,19	0,25	0	10,1	0	0	0,62	4,11	0,44	10,6
Intervacc	B	50848	19	-8,6	91.8	2	48,55	47,42	0	2,78	0	18,06	0	0	7,52	0	0	5,56	8,33	0,06	13,9
Isofol Medical	A	367	19	-21	95	2	49,41	50,65	1	1	1	18,94	0,5	3,11	7,47	0	0,3	1,36	4,32	0,28	6,95
JLT Mobile Computers	A	112708	18	20,2	61.9	7	50,35	55,97	1,73	1,35	5,27	16,24	11,48	6,05	6,02	0,05	0,5	0,91	4,27	0,18	12,1
Jays Group	B	14708	18	-159,3	35.5	12	50,33	47,95	2,17	4,22	1,49	15,98	0,91	0	10	0,06	0	3,67	8,13	0,27	12,6
Jetpak Top	A	805208	18	20,5	34.6	2	49,33	50,46	2,05	2,05	1	12,03	1	3,64	10,1	0	1,1	3,19	3,06	0,43	9,89
JonDeTech Sensors	A	5517	17	-24,2	96.9	2	48,79	50,72	1	1,69	1,5	14,75	0	3,89	11,8	0	1,2	3,78	4,35	0,26	9,86
Kancera	B	376	16	-145,2	75.6	3	50,24	48,02	2,7	3,01	1,59	25,07	0	1,25	6,84	0	3	0	7,1	0,33	13
Klaria Pharma	A	2647	16	-7,8	98.5	9	49,02	50,74	1	0,32	0,54	20,17	0,12	1,08	9,25	0,17	0,8	0,76	1,96	0,22	9,88
Kopy Goldfields	B	14198	14	-15,5	85.7	2	50,28	47,08	0	3,4	0	17,01	0	0	9,2	0	0	0	8,5	0,06	17
LIDDS	B	100951	14	-5,2	97.3	21	49,63	49,47	1,2	0,72	2,61	19,09	1,99	2,23	8,93	0	1,2	0,19	5,31	0,35	14,9
LightL Sweden	B	8559	14	-24	83.6	3	49,29	44,98	0	2,5	0	24,15	0	0,5	3,21	0	0	2,5	18,15	0,07	8
Liv ihop	A	264301	13	35,6	13.4	1	49,05	51,37	1	2	4	15,73	0,5	4,18	11,2	0	1,3	4,37	5,59	0,27	5,53
MAG Interactive	A	283369	13	3,6	70.6	14	51,22	48,1	5,39	2,69	0,17	14,9	3,49	4,57	6,3	0,01	0,5	0,57	8,05	1	9,82
Mackmyra Whisky	B	80943	12	-10,4	33.5	2	50,07	47,41	0	2,79	0	18,11	0	0	7,54	0	0	0	8,36	0,06	13,9
Mangold	A	151816	12	20,2	17	24	50,04	49,13	0,14	3,83	2,99	14,5	0,26	0,56	14,6	0	0,8	2,28	5,88	0,12	16,3
Mantex	B	238758	12	-150	59.6	2	50,09	47,37	0	2,84	0	18,47	0	0	7,69	0	0	0	8,52	0,06	14,2
Matra Petroleum	A	655	12	-2,5	99.6	13	49,25	48,12	0,61	0,62	4,53	16,95	0,94	0,7	9,59	0,88	0,6	0,53	2,19	0,83	14,3
Mavshack	A	22414	12	-29,1	78.9	2	50,17	48,07	0	3,09	0	18,52	0	0	8,35	0	0	0	6,17	0,06	15,4
Minesto	B	38535	11	-4	89.1	12	49,07	49,17	0,73	1,28	2,18	19,88	0,05	1,4	6,6	0,06	1,2	2,18	6,72	0,23	6,8
Misen Energy	A	35549	11		147.3	1	50,22	44,8	0	6,1	2,03	12,19	0	2,03	6,1	2,03	0	0	6,1	0,6	22,4
NetJobs Group	A	38035	11	-63,5	37.6	3	48,76	46,69	0	0	0	2,74	0	0	1,83	0	1,2	0	2,08	0,68	5,31
Netmore Group	B	16158	10	-87,4	56	4	49,84	47,22	1,58	3,16	0,5	10,91	0	1,5	7,56	0,5	0	2	5,75	0,17	17,2
Nilsson Special Vehicles	B	169347	10	-33,9	34.1	3	50,26	48,32	0	3,33	0	17,74	0	0	12,3	0	0	0	7,76	0,06	15,5
Nordic Flanges Group	A	197369	9	-20,6	49.5	1	50,55	47,63	0	4,17	0	12,5	0	2,08	11,9	0	0	0	8,33	0,06	18,8
Nordic Iron Ore	B	5390	9	-8,6	84.9	4	49,05	47,21	0,9	1,31	1,69	16,36	0,06	0,88	8,36	0	1,6	1,88	9,08	0,32	11,3
Oboya Horticulture ind.	A	421933	9	2	35.5	24	50,44	48,28	1,79	1,02	4,54	25,78	0,04	0,85	8,7	0	0,4	0	6,57	0,32	14,6
Online Brands Nordic	B	50708	9	-52,7	46.2	3	50,22	47,44	0,19	3,06	0	17,31	0	0	8,27	0	0	0	8,15	0,08	14,3
Papilly	B	906	9	460,1	-34,2	3	50,28	47,58	0	3,39	0	18,06	0	0	9,16	0	0	0	7,9	0,06	15,8
Paradox Interactive	A	815016	9	56,6	76.7	14	49,64	49,55	1,04	4,45	2,04	21,15	1,66	5,09	4,37	0,89	2	1,68	8,1	0,25	10,4

Pegroco Invest	A	329410	9	-8,6	56.6	1	50,28	48,63	0	5,53	0	13,81	2,76	5,53	2,76	0	0	2,76	8,29	0,06	16,6
Pharmacolog i Uppsala	B	1281	8	-88,5	73.2	5	48,48	51,2	1,23	2,38	1,5	16,49	1	3,11	13,9	0,38	1,9	4,45	6,34	0,22	9,1
Prime Living	A	273078	8	22,1	33	3	49,64	50,5	3	0,25	1,06	18,58	0,25	1,5	10,4	0,25	0,3	1	2,17	0,28	11,6
Promore Pharma	A	15590	8	-12,8	92.1	9	50,13	50,15	0,76	4,56	1,47	14,36	2,07	1,84	9,45	0,36	1,7	0,93	6,73	0,14	10
RLS Global	A	2569	8	-37,2	87.8	1	49,63	51,15	0	0	3,85	27,3	0	3,11	12,4	0	0	0	6,21	0,08	12,4
Redsense Medical	B	0	8	-281,7	53.1	3	51,32	47,32	3,4	5,3	2,25	14,81	0,75	1	4,55	0,25	1,9	0,62	7,86	0,38	8,82
S2Medical	A	2189	7	-72,9	66	2	50,72	51,45	1,96	6,43	3,29	14,3	0,5	4,29	10,6	0,5	1,1	3,58	2,72	0,34	8,01
SECITS	B	44204	7	-127,1	47.7	2	50,08	47,37	0	2,82	0	18,31	0	0	7,62	0	0	0	8,45	0,07	14,1
SaltX Technology	B	22801	7	-16,6	77.5	7	49,12	51,2	0	0,81	0,12	10,47	1,96	2,34	11,6	0	0,4	0,62	4,31	0,09	10,8
Samhällsbyggnadsbol.	A	1.3e+06	7	5,3	27.1	16	50,26	50,21	0,73	3,53	5,07	19,44	2,55	2,22	9,72	0	0,9	2,62	5,19	0,32	14,2
Saxlund Group	B	371810	7	-53,9	20.9	1	47,68	47,02	0	1,91	0	19,08	0	0	5,16	0	0	7,63	9,54	0,07	11,5
Scandinavian Enviro sys.	B	43291	6	-32,6	80.7	2	48,31	46,61	0	1,37	0	19,23	0	0	4,12	1,37	1,4	0	8,24	0,22	12,4
Sdiptech	A	1.2e+06	6	12,3	53.2	23	50,59	49,24	1,75	1,52	4,33	16,9	1,09	0,24	7,44	0	0	0,38	4,36	0,34	9,47
Seamless Dist.sys.	B	76065	6	-10,4	24.8	5	49,1	48,12	0,19	2,26	0,62	10,12	2,77	2,29	4,88	0,12	1,7	1,31	9,3	0,16	11,5
SenzaGen	A	13195	6	-16,5	92.9	3	50,03	45,84	2,16	0,97	2,44	5,78	0,34	1,22	1,52	0	1,1	0	2,13	0,69	13,7
Senzime (publ.)	A	446	6	-9,3	84.6	1	51,03	49,98	0	5,01	1,25	10,02	0	1,25	8,77	0	0	0	4,54	0,08	6,27
Serstech	A	22884	6	-7,4	69	20	50,05	48,84	0,07	2,7	0,75	7,78	0,06	0,11	9,64	0,07	0,2	0	1,21	0,34	12,5
Simris Alg	B	12846	6	-53,8	78.5	2	50,07	47,41	0	2,79	0	18,16	0	0	7,56	0	0	0	8,38	0,06	14
Skånska Energi	A	313162	6	16,1	55.7	2	49,97	46,18	0	2,49	0	3,74	0	4,99	8,73	0	0	0	4,99	0,12	28,7
SpectraCure	A	3728	5	-64,9	91.2	2	49,34	51,43	0,69	3	2,93	12,95	0	3,43	11,1	0	1,2	3,87	2,19	0,16	9,08
Spiffbet	B	13887	5	-353,6	66.9	5	49,96	47,11	1,39	1,5	0,25	28,07	0,5	0,25	4,53	0	0,3	0	15,17	0,17	4,48
Sprint Bioscience	B	33429	4	-38	79.2	3	49,93	54,45	3,31	2,52	0,51	20,13	10,13	5	7,26	0,5	0,5	2,02	6,57	0,34	11,5
Stillfront Group	A	283479	4	37,3	48.4	42	48,82	50,11	5,79	1,06	2,43	11,79	2,72	4,12	20,7	0,94	2,6	4,49	3,7	1,14	17,3
Swedencare	A	85661	4	23,5	72.9	1	51,31	47,4	3,56	3,56	0	17,79	0	0	11,9	0	0	0	1,78	1,64	5,34
TCECUR Sweden	A	116593	4	-1,6	50.7	1	50,15	46,88	0	3,03	0	15,15	0	0	8,2	0	0	0	9,09	0,05	15,2
Tempest Security	B	171669	4	-20	31.8	1	51,7	49,42	2,5	3	15	21,89	1	9,36	7,24	0	4,2	0	10,16	0,25	16,3
Tobin Properties	B	143393	3	7,6	22.2	9	49,38	47,35	1,51	1,44	2,24	12,1	0	2,04	7,93	0,06	0,3	2,97	7,47	0,34	12,4
Transtema Group	B	977608	3	8,6	35	4	49,74	48,95	1,5	1	0,92	21,89	2,66	0,25	7,5	0	0	0,88	7,37	0,23	14,2
Unibap	B	21980	3	-76	68.2	2	50,06	47,29	0	2,76	0	19,34	0	0	7,47	0	0	0	8,29	0,06	15,2
Urb-it	B	29456	3	-987,9	22	3	49,85	47,69	0	2,16	0	17,28	0	0	8	0	0	0	7,56	0,06	14
Vicore Pharma	B	1205	3	-11,4	94.5	5	48,89	44,89	0,86	0,38	0,25	16,07	0	0,75	3,85	0	1,4	0,75	17,71	0,22	4,12
Waystream	A	86653	2	-23,9	63	1	52,4	50,21	6,89	4,13	2,76	26,17	1,38	4,13	5,83	0	1,4	0	4,13	0,79	6,89
WeSC	B	91605	2	127	-122	3	49,95	46,09	0	4,25	1	15,74	0	1,5	9,04	1	0	0,5	9,99	0,2	19
Westpay	A	99445	2	15	60.7	12	48,07	50,86	0,23	1,12	0,86	19,41	2,44	3,47	5,09	1,46	2	0,38	4,16	0,23	10,3

DICTION 7

Mastervariabler

Subvariabler

Företagsnamn	Grupp	Oms.	Anställda	ROE %	Solid %	Pm	Optimisr	Activity	Praise	Satisfac.	Insp.	Accomp	Motion	Aggr.	Com.	Blame	Hards	Denial	Pass.	Emb.	Cogn.
Xbrane Biopharma	A	23286	2	-50,8	79.7	22	48,94	49,52	0,46	0,35	0,47	23,18	0	1,32	4,2	0,06	0,8	0,76	2,59	0,6	4,72
Xintela	B	7915	2	-119,2	64.4	1	49,09	48,94	0	0	0	21,67	0	0	3,68	0	0	0	5,51	0,09	7,35
Zaplox	B	10341	1	-44,6	82.9	2	50,11	47,33	0	2,9	0	18,84	0	0	7,84	0	0	0	8,7	0,06	14,5
Zutec	A	35321	1	3,6	83	2	49,47	50,83	0,5	3,05	2,5	15,58	1	3,66	9,84	0	1,1	3,21	4,08	0,19	11,3
aXichem	B	1389	1	-21,8	87.8	1	47,63	51,42	0	0	1	13,99	0	3,71	10,3	0	1,4	4,43	4,14	0,12	6,21